

我国上市公司退市法律制度的 历史变迁与演进实证研究

——兼论《证券法》相关规定的修改完善

邱永红*

摘要:从 1990 年 12 月上海证券交易所和深圳证券交易所相继成立至今,交易所市场已经历了二十三年多的发展。我国退市法律制度在这二十三年中经历了一个前期平淡甚至空白而后期变化相对频繁并逐步完善的变迁。以其中的标志性事件为分界点,可以大致对这二十三年划分为四个阶段。而作为分界点的标志性事件就是 1994 年《公司法》的颁布实施和 2001 年 PT 水仙的退市。严格意义上讲,1994 年《公司法》的实施是退市法律制度初步构建的标志,而 2001 年 PT 水仙的退市则表明了退市机制的正式启动。本文试对我国上市公司退市法律制度的历史变迁与现状进行梳理与研究,并提出修改完善《证券法》修改规定的建议。

关键词: 暂停上市 终止上市 退市法律制度

* 深圳证券交易所法律部副总监,法学博士。本文为学术研究成果,仅代表作者个人的观点,与作者所在工作单位和其他监管机构无关。

一、我国上市公司退市法律制度的历史变迁与演进

总体而言,我国上市公司退市法律制度的变迁与演进可以大致分为四个阶段。第一阶段:上市公司退市法律制度的萌芽期(1990年12月~1994年7月);第二阶段:上市公司退市法律制度的初步确立和徘徊期(1994年7月~2001年2月);第三阶段:上市公司退市法律制度的正式实施和逐步发展期(2001年2月~2012年5月);第四阶段:上市公司退市法律制度的相对完善期(2012年5月至今)。

(一) 第一阶段:上市公司退市法律制度的萌芽期(1990年12月~1994年7月)

我国资本市场建立的初期,以地方政府监管为主的证券监管机构并没有特别关注上市公司退市的制度构建。原因在于,我国资本市场和股份制企业发展的初衷是筹集资金,因为在20世纪80年代经济改革的总体框架下,企业的融资体制和方式也进行着相应的变革。在国家不再向企业全额无偿提供资金后,通过银行的间接融资方式显然难以满足一些企业,尤其是中小型集体企业的资金需求。为解决生产发展与资金供求的矛盾,直接融资方式越来越明显地走到了改革的前台。1984年11月18日,由上海飞乐电声总厂发起,经中国人民银行上海市分行批准的飞乐音响股份有限公司成立并发行1万股,首次集资50万元,这是新中国首家经批准向社会公开发行股票的公司。随着资本市场的发展,资本市场和上市公司的功能定位也逐步落脚在为国有大中型企业融资和转换经营机制服务。在此思路下起步的资本市场当然没有上市公司退市的理论和心理准备,而且处于起步阶段的资本市场还没有淘汰出应予退市的公司。所以,我国资本市场初期退市法律制度的近乎空白不难理解。

在这一阶段,有关资本市场的全国性法规主要是国务院发布的行政法规和各部委发布的部门规章。在《公司法》出台之前,国务院1993年4月22日颁布实施的《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《条例》)是规范证券市场的最高位阶的法律文件。《条例》对股票公开

发行和在证券交易所上市交易做了明确规定。

《条例》第8条规定了股票公开发行条件：“设立股份有限公司申请公开发行股票，应当符合下列条件：（一）其生产经营符合国家产业政策；（二）其发行普通股限于一种，同股同权；（三）发起人认购的股本数额不少于公司拟发行的股本总额的百分之三十五；（四）在公司拟发行的股本总额中，发起人认购的部分不少于人民币三千万元，但是国家另有规定的除外；（五）向社会公众发行部分不少于公司拟发行的股本总额的百分之二十五，其中公司职工认购的股本数额不得超过拟发行社会公众发行的股本总额的百分之十；公司拟发行的股本总额超过人民币四亿元的，证监会按照规定可以酌情降低向社会公众发行的部分的比例，但是最低不少于公司拟发行的股本总额的百分之十；（六）发起人在近三年内没有重大违法行为；（七）证券委规定的其他条件”。

《条例》第30条则规定了股票上市条件：“股份有限公司申请其股票在证券交易所交易，应当符合下列条件：（一）其股票已经公开发行；（二）发行后的股本总额不少于人民币五千万元；（三）持有面值人民币一千元以上的个人股东人数不少于一千人，个人持有的股票面值总额不少于人民币一千万；（四）公司有最近三年连续盈利的记录；原有企业改组设立股份有限公司的，原企业有最近三年连续盈利的记录，但是新设立的股份有限公司除外；（五）证券委规定的其他条件。”

然而，《条例》没有规定与上述发行、上市条件相对应的退市条件，对于上市公司退市没有专门规定，也没有“暂停上市”、“终止上市”的表述，其所涉及的一的退市情形出现在第四章“上市公司收购”之中。《条例》第51条第2款规定：“收购要约期满，收购要约人持有的普通股达到该公司发行在外的普通股总数的百分之七十五以上的，该公司应当在证券交易所终止交易。”

由上可见，当时我国理论界和立法机构对上市公司退市的理论和规范还没有足够的认识，甚至对其基本概念和表述也是模糊的，这一阶

段显然属于我国退市法律制度的萌芽阶段。^{〔1〕}

在这一阶段,有一些上市公司本来已经触及到了退市的门槛,却因为当时法律和法规还不健全、退市还无法可依等原因而被改头换面地保留了下来。例如,1992年,在深交所上市的原野公司因财务欺诈行为被停牌,但在如何处理原野股票的问题上,市场各方却发生了很大分歧,最后,各方妥协的结果是由当地政府出面对该公司进行重组,并以“世纪星源”的名称于1994年1月在深交所重新挂牌,此举开创了我国股票市场发展史上借助行政力量保上市公司的上市资格的先河。

(二) 第二阶段:上市公司退市法律制度的初步确立和徘徊期(1994年7月~2001年2月)

这一阶段,《公司法》和《证券法》的相继出台为上市公司退市法律制度奠定了基础,但在这一阶段出台的ST、PT等制度一度背离了退市制度的初衷和正轨。

尽管这一阶段的资本市场经过了初期的发展,亟须整顿投机气氛过浓的市场秩序、提高上市公司的质量,启动上市公司退市法律制度建设成为市场的客观需要。但是,坚持为国有企业改革和经济发展服务的宗旨并没有变。资源配置这一资本市场的首要功能在政府的权衡下仍然让位于为国有大中型企业融资、帮助其脱困的政策。^{〔2〕}

由于政策的倾向性,政府对于实施退市制度积极性不高。此外,地

〔1〕 例如,《股票发行与交易管理暂行条例》第74条规定:“任何单位和个人违反本条例规定,有下列行为之一的,根据不同情况,单处或者并处警告、没收非法获取的股票和其他非法所得、罚款:……(二)在股票发行、交易过程中,作出虚假、严重误导性陈述或者遗漏重大信息的……(八)未按照规定履行有关文件和信息的报告、公开、公布义务的;(九)伪造、篡改或者销毁与股票发行、交易有关的业务记录、财务账簿等文件的……股份有限公司有前款所列行为,情节严重的,可以停止其发行股票的资格。”由于《条例》第29条规定股票交易必须在经证券委批准可以进行股票交易的证券交易场所进行。因此,上述在股票交易中的违反条例行为均是在证券交易所中的违规行为,对于已发行股票的上市公司不可能进行停止其发行股票资格的处罚,所以,第74条中“停止其发行股票的资格”实际上应该是指对其股票实施终止上市,即退市。《条例》中的这种用语不当反映了理论准备的不足。

〔2〕 “提高直接融资比重。符合股票上市条件的国有企业,可通过境内外资本市场筹集资本金,并适当提高公众流通股的比重。有些企业可以通过债务重组,具备条件后上市。”参见《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》(1999年9月22日中国共产党第十五届中央委员会第四次全体会议通过)。

方政府的阻力和上市公司退市牵扯的各种利益冲突使得管理层对退市抱着一种谨慎的态度。谨慎的态度必然导致谨慎的制度,即PT制度的实施。这正是在第二阶段中退市法律制度得不到真正实施的重要原因之一。

在这七年期间,我国没有一家上市公司退市,退市制度以一种非市场化的模式运行,必然不能发挥其应有的功能。当然,在另一种意义上,这一时期也是新制度的酝酿和准备期,各种利益在此期间展开激烈的冲突与交锋。与此同时,决策者的指导思想也在缓慢地发生变化。

1. 1994年《公司法》的颁布实施:奠定退市法律制度的基础

1994年7月1日生效的《公司法》第157条、第158条第一次从法律层面规定了上市公司的退市标准和退市的决定权,为退市制度构建了最基本的法律框架,奠定了退市法律制度的基础。

《公司法》第157条规定暂停上市的条件:“上市公司有下列情形之一的,由国务院证券管理部门决定暂停其股票上市:(一)公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件;(二)公司不按规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载;(三)公司有重大违法行为;(四)公司最近3年连续亏损。”

《公司法》第158条则规定了终止上市的条件:“上市公司有前条第(二)项、第(三)项所列情形之一,经查实后果严重的,或者有前条第(一)项、第(四)项所列情形之一,在限期内未能消除,不具备上市条件的,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市。公司决议解散、被行政部门依法责令关闭或者宣告破产的,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市。”

《公司法》中有关退市的上述规定具有以下特点:

(1)赋予国务院证券管理部门而不是证券交易所终止股票上市的决定权。

(2)对于公司自身状况发生变化,不符合上市条件的,给予一定期限。公司有机会在期限内消除这种状况,重新满足上市要求。

(3)如果公司发生重大违规、违法行为,可能经过暂停上市、查实、终止上市这一程序。

(4)关于退市的规定集中于股票,对于公司债券等其他证券没有

涉及。

从上述规定可以看出,1994年《公司法》对上市公司暂停上市和终止上市作出了明确的规定,从而为上市公司是否应当退市提供了法定的标准。不过,在这些法定条件中,有的内涵和外延比较明确,比如第157条的第1项,但也存在诸多模糊不清的地方。首先,在《公司法》第158条的规定中,“限期内未能消除”的“限期”究竟有多长没有一个明确的说法。其次,终止上市条件的第(2)项、第(3)项情形中,对后果“严重”到什么程度只是一种主观判断,很难保证判断结果的客观公正性,而且做出这一判断主体为谁,也没有明确。

因此,可以看出,1994年《公司法》虽然为上市公司的退市的实施构建了法律框架,对于上市公司退市制度的确立具有重要意义,但由于这些规定过于原则,又没有相应的实施细则,所以它所提供的退市标准和退市程序不具有可操作性,实际上退市制度在1994年后的长达7年的时间并未真正得到有效实施,这些规定始终是作为“书面上的法律”而存在。同时,立法上的缺陷也为法律实施过程中监管部门的变通执法埋下了伏笔。

当然,1994年《公司法》退市制度存在的缺陷,与当时的立法背景有很大的联系。该法制定于1993年,当时中国的资本市场刚刚建立,退市问题还没有凸显出来,也缺乏相应的实践经验,所以立法者对上市公司退市问题也较少关注。

2. 1999年《证券法》的颁布实施:退市法律制度的原地徘徊与裹足不前

1998年12月29日通过并于1999年7月1日正式实施的《证券法》是新中国第一部证券法,也是我国资本市场的基本大法。从时间上来看,它介于ST和PT制度之间出台。在1994年《公司法》颁布实施的几年中,对于退市制度的思考和实践为退市制度的完善提供了必要的素材。但是,1999年《证券法》并没有对退市制度进行实质性变动,它对于上市公司退市的规定集中于第49条、第55条、第56条和第57条。

1999年《证券法》第49条对上市公司暂停上市和终止上市的条件未作任何新的规定,而是将其指向了1994年《公司法》的规定:“上市

公司丧失公司法规定的上市条件的,其股票依法暂停上市或者终止上市”。

《证券法》第55条和第56条分别规定了公司债券暂停上市和终止上市的条件。第55条规定:“公司债券上市交易后,公司有下列情形之一的,由国务院证券监督管理机构决定暂停其公司债券上市交易:(一)公司有重大违法行为;(二)公司情况发生重大变化不符合公司债券上市条件;(三)公司债券所募集资金不按照审批机关批准的用途使用;(四)未按照公司债券募集办法履行义务;(五)公司最近二年连续亏损”;第56条规定:“公司有前条第(一)项、第(四)项所列情形之一经查实后果严重的,或者有前条第(二)项、第(三)项、第(五)项所列情形之一,在限期内未能消除的,由国务院证券监督管理机构决定终止该公司债券上市。公司解散、依法被责令关闭或者被宣告破产的,由证券交易所终止其公司债券上市,并报国务院证券监督管理机构备案”。

《证券法》第57条则对退市的决定权作了授权性规定:“国务院证券监督管理机构可以授权证券交易所依法暂停或者终止股票或者公司债券上市”。

从上可见,1999年《证券法》有关退市的规定其实主要是对1994年《公司法》中的有关规定的重复,其唯一突破在于明确规定了证券交易所在国务院证券监督管理机构授权下可以依法暂停或者终止股票或债券上市。

因此,可以说,1999年《证券法》对我国上市公司退市法律制度的健全和完善并没有起到实质性的促进作用。

3. 沪深交易所《股票上市规则》的发布实施和修订:退市制度简单操作规则的初步成型

(1) 1998年《股票上市规则》的发布实施

1998年1月1日,沪深证券交易所分别发布实施了第一部《股票上市规则》。1998年《股票上市规则》在其中专设一章即第十章来规范暂停上市和终止上市,但其基本上是对1994年《公司法》有关规定的简单重复,操作性不是很强。^[3]

[3] 为行文方便,下文均以《深交所股票上市规则》为例来进行阐述。

《深交所股票上市规则》第 10.1 条、第 10.8 条和第 10.11 条分别对暂停上市、恢复上市和终止上市进行了规定。第 10.1 条规定：“本章所称暂停上市是指上市公司出现《公司法》第一百五十七条所列的情况之一，中国证监会决定暂停其股票上市：（一）公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件；（二）公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报告作虚假记载；（三）公司有重大违法行为；（四）公司最近三年连续亏损”；第 10.8 条规定：“股票暂停上市的公司应当根据中国证监会的要求采取措施改善公司现状，具备上市条件后，向本所提出恢复上市的申请，本所在收到申请后三个工作日内提出意见，报中国证监会批准后，恢复该公司股票上市”；第 10.11 条规定：“本章所称的终止上市是指上市公司发生《公司法》第一百五十八条所列情况，由中国证监会决定终止上市”。

1998 年《股票上市规则》有关退市制度的规定体现了以下两个特点：①暂停上市、恢复上市和终止上市的决定权均为中国证监会，交易所没有自主权，只是简单执行中国证监会的决定。②只规定了最近三年连续亏损等情形要被暂停上市，对终止上市的规定很笼统，尤其是对上市公司股票终止上市的时间无明确规定。

1998 年，我国证券市场上第一家连续三年亏损的上市公司——苏三山出现。1998 年 5 月 8 日，中国证监会调查组核实苏三山 1997 年度财务经营状况应为亏损。1998 年 9 月 14 日，证监会作出决定，因苏三山连续三年亏损，依据有关规定暂停上市。

（2）2000 年《股票上市规则》的发布实施

2000 年 5 月，深圳、上海证券交易所分别对 1998 年《股票上市规则》进行了第一次修订。《股票上市规则（2000 年修订）》跟 1998 年《股票上市规则》在退市制度方面相比，主要有以下两点大的改进和调整：①将最近三年连续亏损的暂停上市决定权授权给交易所，但是其他情形的暂停上市决定权、全部情形的恢复上市和终止上市的决定权仍然为中国证监会。《深交所股票上市规则（2000 年修订）》第 10.1.3 条规定：“对上市公司出现 10.1.1 条第（四）项所列情形，即最近三年连续亏损的，本所决定暂停其股票上市”。②将因最近三年连续亏损被暂停上市公司的宽限期规定为 3 年。《深交所股票上市规则（2000 年

修订》第 10.1.11 条规定:“因 10.1.1 条第(四)项股票被暂停上市的公司,暂停上市后三年内的任何一年有盈余的,可以向本所提出恢复上市的申请,本所收到申请后三个工作日内提出意见,报中国证监会批准后恢复该公司股票上市”。从该规定可看出,上市公司股票要真正退市需要 6 年连续亏损。

值得关注的是,在上述规则下,有些上市公司(如沪市的 PT 农商社等)曾出现过连续 5 年亏损,却也没有被强制退市。

4. ST、PT 制度的推出:退市法律制度的变通执行与偏离正轨

(1) 1998 年 ST 制度的实施

ST 是 special treatment 的缩写,即特别处理,是指对出现异常财务状况和其他异常状况,导致投资者难以判断公司前景,权益可能受到损害的上市公司股票实行“特别处理”。公司被实施特别处理俗称“戴帽”。在沪深证券交易所 1998 年《股票上市规则》中,专设第九章“上市公司状况异常期间的特殊处理”对特殊处理问题作出了详细规定。

ST 制度是中国股票市场特有制度,其他股票市场上没有 ST 或者类似制度。ST 制度是一种风险预警制,提醒上市公司和广大的投资者,此股票有被退市的风险。可以督促该上市公司采取积极的措施以避免被退市,也提醒投资者要谨慎投资。该制度的主要特点是:(1)对上市公司在交易所挂牌上市公司的股票以及衍生品种的交易行情另行公布;(2)该股票的报价日涨跌幅限制为 5%;(3)实行特别处理期间,该公司的中期报告必须审计。财务状况异常是指:最近两个会计年度的审计结果显示的净利润为负值;最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益低于注册资本。

1998 年 3 月 16 日,中国证监会发布了《关于上市公司状况异常期间的股票特殊处理方式的通知》。该通知拉开了 ST 的序幕。1998 年 4 月 22 日,在通知的指导下,沪深交易所宣布开始实施 ST 制度。1998 年 4 月 28 日,深交所上市公司辽物资(000511)因 1996 年每股收益为 -0.23 元,1997 年每股收益为 -1.16 元而连续两年亏损,成为沪深两

市第一家被“特别处理”的上市公司。^[4]

1998年,沪深A股上市公司共有85家亏损,亏损面首次跃上10%。1998年年底,共有26只沪深A股戴上“ST”的帽子,中国股市从此有了一个特殊的板块——ST板块。

需要特别指出的是,ST制度实施后,历经多次修订,后续演变为退市风险警示(*ST)和其他特别处理(ST)两类,分别对应不同的情况。ST制度的实施是退市制度的探索和尝试,有助于提醒投资者注意风险,并同时提醒公司关注经营业绩,尽快采取措施,争取改善企业状况。尽管ST制度的实施初衷是好的,并在客观上确实起到提醒投资者的积极作用,但是在后续的实施过程中却被利用,使ST公司成为投资炒作的载体,这确实是制度设计之初始料不及的。^[5]

(2) 1999年PT制度的实施

随着证券市场的发展,一些经营不善、有被市场淘汰危险的上市公司逐渐浮出水面。面对愈发突出的退市问题,管理层推出了PT制度。所谓PT(particular transfer),即特别转让,是指连续三年亏损的上市公司被暂停上市之后,证券交易所和相关会员公司在每周星期五为投资者提供的一种交易服务。

[4] 因连续两年亏损,沈阳物资开发股份有限公司(辽物资A,今银基发展,000511)于1998年4月28日起实行股票交易特别处理,成为沪深两个市场首家实行股票交易特别处理的股票,每日涨跌幅限制在5%以内。在特别处理期间,股票简称“辽物资A”被改为“ST辽物资”。ST辽物资陷入困境无力自拔时,沈阳市一家民营经济体制的房地产开发公司——银基集团,用土地整理业务与“ST辽物资”进行了100%的资产置换,重组后公司更名为“银基发展”。1999年2月10日,辽物资公布的1998年度年报扭亏为盈,深交所决定自1999年4月27日起,撤销对公司股票交易的特别处理,股票简称由“ST辽物资”恢复为“辽物资A”。辽物资成为第一家摘去ST帽子的上市公司。

[5] 在ST公司的炒作中,ST星美是一个典型。ST星美可谓资本市场上资产最轻的空壳,2008年到2010年连续三年资产总额分别为5.11万元、8.48万元和94.91万元。2007年到2009年,该公司员工均为4名,2010年公司员工仅为7名。公司不仅资产总额连续三年不足百万元,而且公司主营业务基本处于停滞状态。2008年到2010年的主营业务收入分别为1.1万元、0元和55.2万元。即使公司资产、主营业务和员工数如此凋敝,该公司也竟然如此坚强地在资本市场屹立多年而不倒,公司市值并不低,公司总股本为41387.69万股,2011年3月16日的收盘价为5.84元,公司市值高达24.17亿元!这种现象的存在是对中国证券市场莫大的讽刺。

1994年颁布实施的《公司法》中第157条对暂停上市做了较详细的规定。根据《公司法》、《证券法》和《股票上市规则》的有关规定,1999年7月3日,上交所和深交所分别发布了《上交所关于股票暂停上市有关事项的处理规则》和《深交所关于上市公司股票暂停上市处理规则》,对股票暂停上市规定了具体的处理细则,并对此类公司股票的投资者提供“PT服务”。

依据《上市公司股票暂停上市的处理规则》,特别转让服务具体指:(1)在公司股票前加上“PT”;(2)特别转让仅限于每周五的开市时间内进行,投资者可以在每周星期五开市时间内进行转让委托申报;(3)特别转让的申报委托按不超过上一次转让价格上下5%的幅度进行,^[6]证券交易所将于收市后按照集合竞价方式对有效申报进行撮合,当天所有的有效申报都将以集合竞价产生的唯一价格成交;(4)成交当日向交易所会员发出成交回报;(5)转让信息由指定报刊专门栏目在次日公告,不在交易行情中显示,股票不计入指数计算,成交数据也不计入市场统计。

1999年7月9日,PT双鹿(600633)、PT农商社(600837)、PT渝钛白(000515)、PT苏三山(000518)四只冠以“PT”字样的股票首次进行特别转让,成为首批实行特别转让的股票。2000年4月10日,PT振新更名为ST振新,成为首家摘掉PT帽子的上市公司。到2001年末,“PT”类股票已经发展到15只:PT红光(600083)、PT双鹿(600633)、PT琼华侨(600759)、PT永久(600818)、PT网点(600833)、PT农商社(600837)、PT宝信(600845)、PT北旅(600855)、PT郑百文(600898)、PT金田(000003)、PT凯地(000411)、PT闽闽东(000536)、PT吉轻工(000546)、PT南洋(000556)、PT东海(000613),中国证券市场上又出现了一个新的特殊板块——PT板块。

PT制度的目的在于给上市公司警告,同时给其改善经营业绩的机会;规定PT公司的股票可每周五进行一次交易。PT制度的运行可以

[6] 2000年6月17日,沪、深两地证券交易所宣布“PT”股票特别转让价格正式取消5%的跌幅限制,即PT股票申报价格将不设下限,价格跌幅也没有限制,但涨幅限制仍为5%。这是应证监会《关于进一步加强ST、PT公司信息披露监管工作的通知》的要求进行的改变。

增加市场的流动性,给投资者一个缓冲期,避免立即摘牌所带来的社会冲击和市场压力。

从效果上看,实行 ST 和 PT 制度,也产生了一些消极后果:

①不符合市场经济优胜劣汰的基本原则,原本应依法退出市场的股票仍然可以交易,达不到奖优罚劣的目的,造成上市公司整体素质低下,降低了资源配置效率。

②对于那些连年亏损的上市公司是一种纵容,既有损于政策的权威性和法规的严肃性,又对其不能产生压力,难以形成有效的约束和激励机制。

③从该制度实施后的二级市场来看,一段时期内 PT 股票受到市场的大力追捧,表现出了很强的投机性。由于上市资格是一种稀缺资源,当一些上市公司业绩不佳或者亏损时,上市公司就当然地演变为“壳”资源,投资者期待着绩差公司通过重组后能起死回生,对亏损个股几乎是“逢亏必炒”,一些绩差公司的股价甚至超过了绩优公司的股价。PT 公司变成了一个十足的投机品种。

PT 制度是管理层对《公司法》关于退市规定的一种变通执行,但这种变通效果并不理想。实践表明,PT 制度不但没有实现当初预想的良好愿望,并且产生了一系列的不良后果,并一度使我国对上市公司退市制度的法律规范偏离正轨,是我国退市制度设计的一大缺陷。

PT 制度实施后,证券市场中 PT 公司越积越多,上市公司只进不退的问题愈发严重,二级市场上爆炒 PT 股的投机之风有增无减。PT 制度在实质上为上市公司规避退市提供了方便。

(三) 第三阶段:上市公司退市法律制度的正式实施和逐步发展期(2001 年 2 月~2012 年 5 月)^[7]

1.《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》的发布、修订和 PT 水仙退市:退市法律制度的重大突破

(1)2001 年《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》的发

[7] 在这一阶段中,2004 年和 2005 年是我国上市公司强制退市的高潮年份,2004 年,深沪两市有 8 家上市公司退市,2005 年,深沪两市有 11 家上市公司退市。但是,2005 年以后,我国证券市场上市公司强制退市行为都是零星发生,在 2006 年、2007 年、2009 年,退市的上市公司数量分别是 5 家、6 家、1 家,2008 年甚至没有 1 家上市公司退市。

布实施

到 21 世纪初,在沪深两个交易所上市的公司已超过 1100 家。随着证券市场中亏损的公司数在增加,亏损程度也在加剧,有些公司甚至连续三年、五年亏损。随着证券市场亏损上市公司数量日益增多,社会对启动上市公司退市机制的要求也日渐强烈。在多方压力下,中央政府和监管机构开始重新考虑上市公司退市问题。2001 年 3 月,九届人大四次会议通过的《国民经济和社会发展第十个五年计划纲要》中明确指出,要完善市场退出机制,积极疏通和逐步规范企业特别是上市公司退出市场的通道。

2000 年 3 月,ST 郑百文惊天巨亏,启动退市机制的呼声再次高涨。同年 6 月 17 日,沪深交易所发布公告称,根据中国证监会的批复和沪深交易所《股票暂停上市相关事项的处理规则(修订)》的规定,自 2000 年 6 月 23 日起,取消 PT 股票特别转让价格 5% 的跌幅控制,即 PT 股票申报价格将不设下限,价格跌幅也没有限制,但涨幅限制仍为 5%。对 PT 股票实施“限涨不限跌”的决定被看作是启动退市机制的信号。

2001 年 2 月 22 日,中国证监会发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》(以下简称《实施办法》),对连续三年亏损的上市公司在暂停上市后的恢复上市和终止上市做了详细的、具有可操作性的规定。其主要内容可概括为五个方面:

①《实施办法》仅适用于连续亏损上市公司的退市问题。

②退市的决定权限:连续三年亏损上市公司的暂停上市,由证监会依法授权证券交易所决定,终止上市由证监会决定,而暂停上市的公司恢复上市由证监会发行审核委员会审核并经证监会核准。

③《实施办法》规定了亏损上市公司在暂停上市和终止上市的过程中应履行的信息披露义务。

④《实施办法》保留了 PT 制度。^{〔8〕}

⑤宽限期制度:《实施办法》第 8 条允许公司在暂停上市后,可以

〔8〕《实施办法》第 11 条规定:在公司暂停上市期间,证券交易所可以为投资者提供股票特别转让服务,股票转让办法由证券交易所规定。

向交易所申请宽限期以延长暂停上市的期限,宽限期自暂停上市之日起为12个月。

《实施办法》的积极意义在于其为上市公司规定了退市的具体程序和较明确的时间表,因此,亏损上市公司的退出机制具备了可操作性。2001年4月23日,连续四年亏损的上交所上市公司PT水仙成为首家依《实施办法》退市的上市公司,这标志着我国退市法律制度的正式实施。2001年6月15日,继PT水仙之后,深交所上市公司PT粤金曼由于连续三年亏损、宽限期申请被驳回而退市,成为深交所第一家退市的上市公司。

①PT水仙退市案例——我国资本市场第一家退市的上市公司。

PT水仙的退市是载入中国资本市场的一件大事,具有里程碑意义。PT水仙曾经是上海的骄傲,早期全国市场上每卖出10台洗衣机,就有1台是水仙牌。1993年,水仙电器A股挂牌上市,从股市上筹资1.57亿元人民币,1994年公司在B股上市,筹资2504万美元。

1995年,PT水仙效益开始滑坡,自1997年开始亏损。当时家电行业竞争激烈,洗衣机由双桶转向自动,而主打双桶的PT水仙难以掉头致使销量锐降,与美国惠而浦公司的合作更加剧了亏损,公司实施压缩非生产性开支、分流人员等措施后无力扭亏,1997年首次亏损6000万元,1998年又亏损6300万元,1999年亏损1.9亿元。

因连年亏损,上交所在1999年5月4日对其公司股票实施“特别处理”,股票简称改为“ST水仙”。2000年,又因公司连续三年亏损,每股净资产低于面值,“ST水仙”从2000年5月12日起暂停上市,实行“特别转让”,股票简称改为“PT水仙”。

根据《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》的规定,PT公司应在2000年年报公布后的45天内,向交易所申请自公布年报之日起6个月的宽限期,交易所根据实际情况作出是否给予宽限期的决定。2001年4月18日,PT水仙披露的2000年报显示,公司2000年净利润为-14570万元。此外,上海同步电子有限公司拟对公司实施的重组又因巨额债务而失败。PT水仙第一大股东上海纳赛斯投资发展中心、第二大股东上海新工联实业有限公司与上海同步电子签署《股权转让协议》,纳赛斯将其所持法人股中的43897070股(占总股本的

18.57%),新工联将其所持法人股中的15197930股(占总股本的6.43%),分别转让给同步电子。但是,此次股权转让协议的成立和生效,均以PT水仙将其向银行累计欠付借款中的2亿元借款本金债务于3月18日前转移给纳赛斯承担为前提。为此,PT水仙竭尽全力协助、配合协议各有关方面进行了多次沟通和协商。然而到3月18日这一截止日期,同步电子和有关方面未能及时就上述债务转移事项达成一致意见,因此,此次股权转让自动终止。

在此背景下,4月20日,上交所否决了水仙提交的《关于申请延长暂停上市期限的报告》。^[9]2001年4月23日,中国证监会作出《关于上海水仙电器股份有限公司股票终止上市的决定》(证监公司字[2001]45号),决定指出,根据《公司法》第158条和《关于发布〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法〉的通知》(证监发[2001]25号)的规定,鉴于PT水仙已连续四年亏损,申请宽限期限未获上海证券交易所批准,现决定PT水仙股票自2001年4月23日起终止上市。由此,中国证券市场的退市制度正式执行。

PT水仙不幸地成为退市机制实施后首家“下课”的上市公司。但随着资不抵债程度较PT水仙更严重的PT农商社和PT网点先后获准宽限半年,各界为PT水仙“下课”而喊冤质疑的声音渐渐响起来。针对上述质疑,2011年5月9日,上交所专门发布《就PT公司退市问题答记者问》,解释为什么给予PT农商社、PT网点宽限期,而不给予PT水仙宽限期。上交所有关负责人指出,对PT公司是否给予宽限期的决定,是严格根据《证券法》、《公司法》以及中国证监会《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》及《关于发布〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法〉的通知》,为保护投资者权利,维护证券市场秩序作出的。在接到这几家PT公司提出宽限期的申请后,按照有关法律、

[9] 上海证券交易所于4月20日发布的《驳回PT水仙宽限期申请的公告》指出:“本所于2001年4月18日受理了已经暂停上市的上海水仙电器股份有限公司向本所报送的宽限期申请材料。根据中国证监会《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》、《关于发布〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法〉的通知》的规定及其有关解释,经审慎审议和质询,本所决定不给予上海水仙电器股份有限公司宽限期。本所已将决定通知该公司并上报中国证监会”。

法规及规则,上证所对这些公司 2000 年年度报告、公司提交的宽限期申请、所附的近期盈利计划以及公司采取的具体措施等材料作了认真的审议,并对每家公司进行质询。经审慎审议和质询后,认为 PT 农商社、PT 网点对债务重组作了安排,提出了比较切实可行的资产重组和扭亏措施,使其中期盈利存在可能性,因此上交所同意给予这两家公司宽限期。而 PT 水仙,从其提供的材料和对其质询的情况看,没有债权人对债务重组的承诺,也没有重组各方对在有限的时间内完成资产重组必备程序的保证,无法认定其在中期可能盈利。因此,为切实保护潜在投资者和社会公众的利益,上交所作出了不给予 PT 水仙宽限期的决定。^[10]

按照相关规定,2001 年 12 月 10 日起,PT 水仙股票委托申银万国证券在代办股份转让系统进行转让。退守三板市场的 PT 水仙简称变更为“水仙 A3(400008)”,意味着水仙股票只有每周一、三、五才会进行交易。事实上,在水仙退市之初各方还对其重组抱有希望,因此水仙 A3 股价曾一度到达 7.86 元的高点,但随着时间推移重组无果,股价最低时也一度跌至 0.71 元。2012 年 4 月,水仙 A3 全月的成交数量为 13.77 万股,成交金额只有 33.73 万元。目前,水仙的股东人数并不少,截至 2012 年一季度末,股东总数为 11,848 户,其中未确权股东 4283 户。大股东上海赛纳斯投资发展中心和上海新工联(集团)有限公司等股东所持股份为非转让股份。

②PT 粤金曼退市案例——深市第一家退市的上市公司。

PT 粤金曼全称为广东金曼集团股份有限公司,其主要经营产品包括鳗鱼、烤鳗、烤鳗酱油、鳗鱼饲料和鳗鲡精等,经营方式有生产、加工、养殖、收购和批发零售进出口等。1992 年 4 月 28 日,由潮州市水产集团公司、中国新技术创业投资公司和中国银行广州信托咨询公司等 6 家单位联合发起,通过定向募集方式设立广东金曼集团有限公司,总股本为 6900 万股。PT 粤金曼以高产值高创汇的鳗鱼业作为突破口和主

[10] 上证所有关负责人还强调,被给予宽限期的 PT 公司,须按其提出的计划实施债务及资产重组等措施,真正实现中期盈利后,再向交易所申请 6 个月宽限期,在本年会计年度结束后,如继续盈利,公司可向证监会提出股票恢复上市申请,经股票发行审核委员会审核通过后,方能恢复上市。

产业,经过十年奋斗,形成了以鳗鱼养殖、加工为主的生产经营格局。1994年,公司总产值、利税额、出口创汇额分别比创业第一年的1985年增长了300倍、202倍和200倍,成为潮州市的重点支柱企业,并跻身于“中国500家最大工业企业”、“中国进出口额最大500家企业”、“中国300家最大股份制企业”行列。公司1993年、1994年、1995年烤鳗生产量和出口量连续三年居世界首位。

1996年1月23日,PT粤金曼2300万社会公众股在深圳证券交易所上市。但是从1996年开始,公司被控股股东长期挤用资金达10.1253亿元。1999年5月4日,股票被特别处理,简称PT粤金曼;2000年3月9日,公司发布公告称,潮州市人民政府国有资产监督管理委员会和福建世纪星实业有限公司已于3月6日签订股权转让协议,将持有公司的3935.43万股国有股转让。这次转让后,世纪星成为公司第一大股东。2001年4月20日,PT粤金曼发布的2000年度报告显示,每股亏损高达3.248元,创下2000年年报的每股亏损之最,每股净资产达-7.91元。由于该公司已连续三年亏损,2001年4月24日起,股票被暂停上市,简称PT粤金曼。2001年6月7日,公司向深圳证券交易所提交宽限期申请未获批准。6月13日,深圳证券交易所发布公告,驳回PT粤金曼申请宽限期的请求,并将该决定上报中国证监会。深交所在公告中称,决定不给予PT粤金曼宽限期,是由于PT粤金曼未能就2001年度实现盈利提出切实可行的措施,未能提供重组方签署的有关重组协议,也未能提供债务重组的安排。

2001年6月14日,中国证监会作出《关于决定广东金曼集团股份有限公司终止上市的通知》(证监公司字[2001]57号),指出PT粤金曼最近三年连续亏损,已不再具备上市条件,深圳证券交易所依据中国证监会发布的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》和《上市规则》的有关规定,未批准公司提出的宽限期申请,现依据《证券法》第49条、《公司法》第157~158条的规定,决定公司股票自2001年6月15日起终止上市。

2001年6月15日,PT粤金曼股票正式终止上市,成为深市首家退市的上市公司。

(2)2002年《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》的发布实施

《实施办法》发布实施以来,虽然取得了一定的成绩,但在操作性、透明度等方面还需要进一步改进,这主要表现在:

①由于PT制度的保留,上市公司股票在暂停上市期间仍可以进行交易,出现了以重组、扭亏题材炒作PT股票的问题,增加了市场风险。

②《实施办法》规定恢复上市和终止上市都由中国证监会批准,未能充分发挥交易所一线监管的职能。

③《实施办法》没有明确规定交易所批准宽限期应当掌握的标准,执行起来人为因素较多,主观随意性较大。

综合而言,《实施办法》是一把“双刃刀”,一方面促成了上市公司退市机制的启动;另一方面又为退市机制的顺利运行设置了障碍。

鉴于《实施办法》的上述弊端,有必要在审批权限、具体程序及股票交易等方面对退市办法进行修订,增强退市办法的透明度和可操作性。为此,2001年11月30日,中国证监会发布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》(以下简称《实施办法(修订)》),并于2002年1月1日正式实施,原有的《实施办法》同时废止。^[11]针对原有的《实施办法》,《实施办法(修订)》在暂停上市和终止上市的批准权限、批准程序、股票交易等方面进行了重要修改:

①规定了证券交易所的退市决定权。根据1994年《公司法》、1999年《证券法》的有关规定,《实施办法(修订)》第3条规定授权证券交易所依法决定上市公司股票的暂停、恢复或者终止上市。从国际惯例来看,公司上市是证券交易所和公司之间达成的市场性的协议安排。公司在符合证券交易所规定条件的情况下,与证券交易所签订上市协议,

[11] 《实施办法(修订)》还规定了新老退市实施办法的衔接问题:《实施办法(修订)》于2002年1月1日起实施,对于2002年前已经暂停上市的公司,根据《实施办法(修订)》的规定,自其宽限期结束之日起,证券交易所停止为其股票提供特别转让服务。如果公司在法定期限内披露2001年度报告,并且公司已经盈利,可以向证券交易所提出恢复上市申请。证券交易所参照新办法的有关规定,做出恢复上市或终止上市的决定。在法定披露期限内未披露2001年度报告的,证券交易所停止为其股票提供特别转让服务,并做出公司股票终止上市的决定。

公司股票即可以在交易所挂牌交易。反之,如果上市公司不再符合上市条件,证券交易所有权依法终止与公司之间的上市协议,做出终止上市的决定。《实施办法(修订)》的这个规定是向国际惯例靠拢,体现了市场化原则。

②取消了宽限期制度。《实施办法(修订)》废除了有关宽限期制度,规定公司连续三年亏损,其股票即暂停上市。公司股票暂停上市后,符合下列条件的,可以在第一个半年度报告披露后的5个工作日内向证券交易所提出恢复上市申请:在法定期限内披露暂停上市后的第一个半年度报告;半年度财务报告显示公司已经盈利。

公司在法定期限结束后仍未披露暂停上市后第一个半年度报告的,证券交易所应当在法定披露期限结束后10个工作日内做出公司股票终止上市的决定。公司在法定期限内披露了暂停上市后的第一个半年度报告,但未在披露后的5个工作日内提出恢复上市申请,或提出申请后证券交易所未予受理的,证券交易所应在披露后15个工作日内做出终止上市的决定。^[12] 上述规定简化了程序,增强了客观性、公正性,减少了主观因素的干扰。

③取消了PT制度。PT制度的目的是便利股东转让股份。实行以来,在释放市场风险等方面也发挥了积极作用。但是恶炒PT股票的现象也加大了市场风险。《实施办法(修订)》取消了PT制度。公司暂停上市后,股票即停止交易,证券交易所不提供转让服务。这意味着PT这项过渡性的制度安排结束了其短短两年多的历史使命,彻底退出了证券市场的历史舞台。终止上市的公司可以委托中国证券业协会批准的券商为其代办股份转让服务,以保障股东依法转让股份的权利。

根据《实施办法(修订)》的上述新规定,沪、深证券交易所于2002年2月均修改了其上市规则中有关退市规定的第十章,形成了新的《股票上市规则》。应该说,《实施办法》的出台确定了我国上市公司退市的时间表,并导致了PT水仙首个退市案例的出现,标志着我国上市公司退市法律制度的正式实施。而《实施办法(修订)》的发布实施,则意味着“暂停上市公司宽限期”和PT制度的终结,使我国上市公司退市

[12] 参见《实施办法(修订)》第10条、第15条。

法律制度开始回归正轨。《实施办法(修订)》照顾了与证券市场 ST、PT 制度的衔接,保证了退市法律制度的稳定性和连续性,在整个退市法律制度的演变过程中,无疑是一个重大突破和重要的转折点。

但是,《实施办法(修订)》的实施,PT 水仙个案的出现,并不意味着我国退市法律制度已经正式确立并作为一种长期的制度安排开展下去。纵观《实施办法(修订)》的规定,只是针对连续亏损公司的一种情况,换句话说,仅仅是对 1994 年《公司法》第 157 条第(四)项的详细解释,而其他的情况例如公司不按规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载等均未涉及,证券市场上应该退出市场的上市公司远不只是连续亏损这种状态。有关资料统计,在 1993 年至 1999 年间,中国证监会处罚存在不当行为的上市公司达到 70 多家,行为涉及内幕交易、操作市场、虚假陈述、未履行披露义务、改变筹股资金用途等。这些行为同样威胁着证券市场的健康和稳定。

(3)2003 年《关于执行〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)〉的补充规定》的发布实施

根据实践中的反馈,为进一步完善退市机制,中国证监会又于 2003 年 3 月 18 日发布了《关于执行〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)〉的补充规定》(以下简称《补充规定》)。《补充规定》就会计师出具非标准无保留审计意见、追溯调整导致连续亏损等情况进行了补充规定,并明确了公司股票终止上市后转至股份代办系统的程序,解决了公司股票退市后“如何转至代办系统”的问题,对可能终止上市公司的股票交易和股东权益的保护做出了制度性安排。

①增加因追溯调整的暂停上市规定。因财务会计报告存在重大会计差错或虚假记载,公司主动改正或被责令改正,对以前年度财务会计报告进行追溯调整,导致最近两年连续亏损的,如公司追溯调整行为发生当年继续亏损,证券交易所应自公司发布该年度报告之日起 10 个工作日内,作出暂停其股票上市的决定。

②授权证券交易所组织专家委员会对非标准无保留意见审计报告中所涉及的、影响盈利真实性的重大会计处理问题作出独立的专业判断。证券交易所在作出暂停上市、恢复上市或终止上市决定时,如果所依据的定期报告中的财务会计报告被注册会计师出具带解释性说明段

的无保留意见、保留意见、否定意见或拒绝表示意见的审计报告(以下统称“非标准无保留意见审计报告”)的,证券交易所可以组织专家委员会,对非标准无保留意见审计报告中所涉及的、影响盈利真实性的重大会计处理问题,作出独立的专业判断,证券交易所可以依据专家委员会的意见作出相应决定。

③明确证券交易所决定公司股票暂停上市、恢复上市或者终止上市的相关程序。第一,上市公司在法定期限内未依法披露年度报告或者半年度报告的,或者在规定期限内未对虚假财务会计报告进行改正的,证券交易所应依照有关法律法规及《股票上市规则》的规定,作出公司股票暂停上市、恢复上市或者终止上市的决定。第二,证券交易所依法作出上市公司股票暂停上市或恢复上市决定后,应当向中国证监会作出报告;作出股票终止上市的决定后,应当向中国证监会备案。

④明确上市公司股票终止上市后转至股份代办系统的程序。第一,股东大会审议相关事项已出现最近两年连续亏损的公司,或者根据本补充规进行追溯调整后出现最近两年连续亏损的公司,其年度财务会计报告继续显示亏损,或者虽然显示盈利但被出具非标准无保留意见审计报告的,公司董事会在审议年度财务会计报告时,应就以下事项作出决议,并提交最近一次股东大会审议:a. 如果公司股票暂停上市,公司将与一家具有资格的证券公司签订协议,协议约定(包括但不限于):公司聘请该证券公司作为股票恢复上市的推荐人;如果股票终止上市,则委托该证券公司提供代办股份转让业务服务,并授权其办理证券交易所市场登记结算系统股份退出登记,办理股份重新确认及代办股份转让系统股份登记结算等事宜。具有资格的证券公司是指具有“代办股份转让服务业务”资格和具有“上市推荐人”资格的证券公司(以下简称“主办证券公司”)。b. 如果公司股票暂停上市,公司将与中国证券登记结算有限责任公司签订协议。协议约定(包括但不限于):如果股票终止上市,公司将委托中国证券登记结算有限责任公司作为全部股份的托管、登记和结算机构。c. 如果公司股票终止上市,公司将申请其股份进入代办股份转让系统转让,股东大会授权董事会办理公司股票终止上市以及进入代办股份转让系统的有关事宜。第二,股票终止上市后转至股份代办系统的具体程序。a. 公司董事会应在股东大

会审议通过本补充规定第三条所述议案后,尽快完成与中国证券登记结算有限责任公司和主办证券公司的协议签订工作,报告中国证券业协会、公司注册地的中国证监会派出机构、证券交易所并公告。b. 公司股票终止上市的,主办证券公司应当在证券交易所作出终止上市决定后5个工作日内,在中国证监会指定的上市公司信息披露报刊和互联网网站登载《代办股份转让有关事项公告》。c. 主办证券公司应当在证券交易所作出公司股票终止上市决定后的20个工作日内,完成终止上市的股份退出登记等前期准备工作,为股东办理股份重新确认手续及开立非上市公司股份转让账户。

2002年8月30日,中国证券业协会发布了《关于改进代办股份转让工作的通知》(下称《通知》)后,就以下方面进行规定:调整代办股份转让方式、退市公司列入代办股份转让试点范围、加强对代办股份转让业务的自律管理、强化主办券商督促股份转让公司履行信息披露义务的责任、加强对投资者的风险提示。《通知》进一步规范了代办系统的股份转让工作。

2004年2月25日,中国证监会发出《关于做好股份有限公司终止上市后续工作的指导意见》(以下简称《指导意见》)。《指导意见》指出,公司终止上市后,其所发行的全部股份继续由中国证券登记结算有限责任公司登记托管,公司所发行的股份仍可以依法转让;退市公司进行资产重组,不应有侵犯股东、债权人和其他利益相关者合法权益的行为。资产重组方案涉及股东权益调整的,应当征得相关股东的同意;股份有限公司终止上市后重新符合上市条件并具有持续经营能力的,可以直接向证券交易所提出其向社会公众发行的股票再次上市的申请;《指导意见》施行前已退市的公司,在《指导意见》施行后15个工作日内未确定代办机构的,由证券交易所指定临时代办机构。临时代办机构应自被指定之日起45个工作日,开始提供代办服务。

2004年3月17日,退市后的国嘉实业在代办股份系统挂牌交易,股份简称为“国嘉3”,股份代码为400017。这也是证监会有关“退市公司强制平移机制”建立以来首家登陆“三板”的退市公司。截至2007年7月底,除吸收合并的退市公司外,其余45家退市公司已全部进入股份代办转让系统进行交易。

(4)《关于对存在股票终止上市风险的公司加强风险警示等有关问题的通知》的发布实施

自2001年2月中国证监会发布《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》以来,沪深两交易所已有PT水仙、PT金曼等10家公司股票被依法终止上市,市场反应平稳。这说明我国证券市场的退市机制已获得市场的认可。但在近两年的退市工作实践中也存在个别公司的退市风险揭示不够充分的问题。根据2003年年初全国证券期货监管工作会议提出的“进一步完善退市机制,促进上市公司优胜劣汰”的要求,交易所决定建立退市风险警示的特别处理制度,对可能存在终止上市风险的公司股票交易实行“退市风险警示”的特别处理,即在公司股票简称前冠以“*ST”标记,在退市风险警示期间,股票报价的日涨跌幅限制为5%,从制度上保证投资者能够随时掌握公司股票可能的退市风险状态,促进我国证券市场的稳定发展。

为此,2003年4月4日,沪深交易所同时发布《关于对存在股票终止上市风险的公司加强风险警示等有关问题的通知》,并自2003年5月8日起实施退市风险警示制度。

如上所述,证监会发布的《补充规定》明确了公司股票终止上市后转至股份代办系统的程序,解决了公司股票退市后“如何转至代办系统”的问题,对可能终止上市公司的股票交易和股东权益的保护作出了制度性安排。与《补充规定》致力于退市的后续制度安排不同,退市风险警示制度着眼于建立退市风险的前端预警机制,通过对公司股票简称突出显示的方式,对存在退市风险的公司股票交易进行风险警示。

退市风险警示制度的警示作用主要体现以下两方面:首先,警示投资者高度关注投资风险。由于存在退市风险的公司股票简称前均冠以“*ST”标记,投资者能非常容易地区分哪些股票存在退市风险,哪些不存在退市风险,便于作出投资决策。做到投资者自主决策,自担风险。其次,提醒上市公司及其主要股东充分关注公司股票面临的退市风险。公司董事会和公司主要股东此时应肩负起责任,积极采取各种措施(如资产重组等)改善公司的财务状况,实现盈利,以避免股票被终止上市。

此外,根据2003年4月4日沪深交易所发布的通知要求,2001年、

2002 年度报告显示连续亏损的公司,因对重大会计差错或虚假记载追溯调整导致 2001 年、2002 年连续亏损的公司,在 2002 年 4 月 30 日未披露 2002 年度报告的公司以及在规定期限内未对虚假财务报告进行改正的公司,自 2003 年 5 月 8 日起其股票简称前将被冠以“*ST”标记,对其交易实行退市风险警示。截至 2004 年年底,深沪两市中已有 *ST 股 33 只。

(5) 国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的发布实施

2004 年 1 月 31 日,国务院颁布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(简称“国九条”),其中第 5 条规定:“完善市场退出机制。要采取有效措施,结合多层次市场体系建设,进一步完善市场退出机制。在实现上市公司优胜劣汰的同时,建立对退市公司高管人员失职的责任追究机制,切实保护投资者的合法权益”。上述规定为建立健全我国上市公司退市制度,提高上市公司总体质量具有重要的指导意义。

2. 新《证券法》和新《公司法》的颁布实施:退市法律制度在法律层面上的改进和完善

2006 年 1 月 1 日,修订后的新《证券法》和《公司法》正式实施。新《证券法》和《公司法》在退市制度方面又有了一定的改进,新《证券法》将原《公司法》中有关退市的规定进行了平移并做了一定的完善,原《公司法》则删除了有关退市的规定。一改 1994 年《公司法》与 1999 年《证券法》相互“越位”现象,退市规定平移后,使法律在调整有关退市方面的规范更为清晰明确。

新《证券法》第 55 条规定了股票暂停上市的条件:“上市公司有下列情形之一的,由证券交易所决定暂停其股票上市交易:(一)公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件;(二)公司不按照规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载,可能误导投资者;(三)公司有重大违法行为;(四)公司最近三年连续亏损;(五)证券交易所上市规则规定的其他情形”。

新《证券法》第 56 条则规定了股票终止上市的条件:“上市公司有下列情形之一的,由证券交易所决定终止其股票上市交易:(一)公司

股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件,在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件;(二)公司不按照规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载,且拒绝纠正;(三)公司最近三年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利;(四)公司解散或者被宣告破产;(五)证券交易所上市规则规定的其他情形”。

应该说,新《证券法》、《公司法》的颁布实施标志着我国上市公司退市制度迈向一个新台阶,主要体现在以下几个方面:

(1)将暂停、恢复、终止上市的权限从法律上直接赋予证券交易所。这样的做法和国际成熟证券市场上的做法一致,更符合实际情况,更易操作。这是因为证券交易所由于自身的工作职能相对于证监会而言,能更快、更准确地了解上市公司的业绩、是否违规等情况。因此,赋予证券交易所这样的权限可以使其能更贴切的了解证券市场制度设计存在的可操作性,并充分利用其能直接了解上市公司各项情况的优势而对上市公司作出更准确、更迅速的处理决定。从而不但有助于退市制度的日益完善也有利于因势利导的引导证券市场的良性发展。

(2)增加可以申请复核的规定。对于证券交易所作出的不予上市、暂停上市、终止上市决定不服的,增加了可以向证券交易所设立的复核机构申请复核的规定。

(3)赋予证券交易所一定的退市标准制定权。新《证券法》第55条、第56条中设置了兜底条款即“证券交易所上市规则规定的其他情形”,赋予了交易所一定的退市标准的制定权。这一条款的修订,使交易所可以根据实际运行中存在的问题酌情规定,具有一定的灵活性。

(4)第一次从法律层面明确连续亏损公司终止上市的亏损年限——4年。1994年《公司法》第157条规定暂停了上市的条件:“上市公司有下列情形之一的,由国务院证券管理部门决定暂停其股票上市:……(四)公司最近3年连续亏损”;第158条则规定了终止上市的条件:“上市公司有前条第(二)项、第(三)项所列情形之一经查实后果严重的,或者有前条第(一)项、第(四)项所列情形之一,在限期内未能消除,不具备上市条件的,由国务院证券管理部门决定终止其股票上市。”但在1994年《公司法》第158条的规定中,“限期内未能消除”的“限期”究竟有多长,是半年、一年还是两年,没有一个明确的说法。

1999年颁布实施的《证券法》则完全沿用了1994年《公司法》的上述模糊规定。1994年《公司法》和1999年《证券法》在立法上的模糊不清导致了后来监管机构在对“限期”具体执行上的摇摆不定:从《股票上市规则(2000年修订)》规定的暂停上市后三年(六年亏损标准)到2011年《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》规定的暂停上市后一年(四年亏损标准),再到2002年《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》规定的暂停上市后半年(三年半亏损标准)。

新《证券法》则对上述问题进行了厘清,第一次从法律层面明确了连续亏损公司终止上市的亏损年限——四年。新《证券法》第56条规定:“上市公司有下列情形之一的,由证券交易所决定终止其股票上市交易:……(三)公司最近三年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利……”由上可见,对于连续亏损公司终止上市的期限标准上,经历了从六年亏损标准—四年亏损标准—三年半亏损标准—四年亏损标准的轮回和四个不同的阶段。

①第一阶段:六年亏损标准阶段(2000年5月~2001年2月)

沪深交易所1998年《股票上市规则》规定了最近三年连续亏损公司要被暂停上市,但对股票终止上市的时间则未做明确规定。2000年5月修订的《股票上市规则》第一次对此问题进行了明确,《深交所股票上市规则(2000年修订)》第10.1.11条规定:“因10.1.1条第(四)项股票被暂停上市的公司,暂停上市后三年内的任何一年有盈余的,可以向本所提出恢复上市的申请,本所收到申请后三个工作日内提出意见,报中国证监会批准后恢复该公司股票上市”。从该规定可看出,上市公司股票要真正退市需要连续六年亏损。在这一阶段,没有一家公司被强制退市。

②第二阶段:四年亏损标准阶段(2001年2月~2002年1月)

2011年《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》和沪深交易所2001年《股票上市规则》对1994年《公司法》第158条的规定“限期”进行了明确,为1个会计年度,以暂停上市后第一个年度报告显示的盈亏状况为考量依据,继续亏损的,股票被终止上市。在这一阶段,连续四年亏损的上交所公司PT水仙成为首家退市的上市公司,深交所4家公司也因为暂停上市后首个年度报告显示亏损而退市。

③第三阶段:三年半亏损标准阶段(2002年1月~2006年1月)

2002年《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》和沪深交易所2002年《股票上市规则》规定,连续三年亏损被暂停上市后,首个半年度盈利的可提出恢复上市申请,未申请的直接退市。在这一阶段,深交所有9家公司因为连续三年半亏损,不符合恢复上市条件,未提出恢复上市申请而退市。

④第四阶段:四年亏损标准阶段(2006年1月至今)

2006年1月1日实施的新《证券法》第55条、第56条明确了连续亏损4年的公司将被退市。沪深交易所《股票上市规则》于2006年5月相应进行了修订,规定连续三年半亏损的不再退市,是否退市以暂停上市后的第一个年度报告为考量依据,视其盈亏情况决定。2008年修订的《股票上市规则》延续了上述四年的规定。在这一阶段,深交所有3家公司因为连续四年亏损退市。

3. 新《企业破产法》的颁布实施:破产重整新规在某种意义上延缓了退市的进程

我国1988年11月1日起施行的《企业破产法(试行)》只规定了破产和解制度,没有规定破产重整制度。因此,在《企业破产法(试行)》的法律框架下,上市公司无法进行破产重整。

2007年6月1日,修订后的新《企业破产法》正式施行,新《企业破产法》设专章对破产重整做了规范。新《企业破产法》第70条规定,“债务人或者债权人可以依照本法规定,直接向人民法院申请对债务人进行重整。债权人申请对债务人进行破产清算的,在人民法院受理破产申请后、宣告债务人破产前,债务人或者出资额占债务人注册资本十分之一以上的出资人,可以向人民法院申请重整”。《企业破产法》第71~94条对重整申请和重整期间、重整计划的制定和批准、重整计划的执行等做了规定。

破产重整制度发端于19世纪末20世纪初的英美法系国家,并在20世纪二三十年得到迅猛的发展。由于其克服了破产与和解制度的不足,很快成为一种世界性的法律制度。破产重整的主要目的在于通过一系列特殊法律手段和程序的运用,实现对出现破产原因或有出现破产原因危险的企业的维持和未来事业的发展,促进企业复苏,进而

清理债务,保护债权人的利益,维护社会经济秩序稳定。破产重整本质上属于破产预防体系的重要组成部分,它与破产清算、破产和解共同构成现代破产法律三大制度。

新《企业破产法》第一次将破产重整制度引入我国,对于挽救严重资不抵债的上市公司并使其重获新生,起到了一定的作用。例如,S * ST 海纳、* ST 兰宝通过破产重整,甩掉了巨债的包袱,引入了新的重组股东,已经脱胎换骨,恢复上市后分别更名为“众合机电”和“顺发恒业”。^[13]

但是,新《企业破产法》有关破产重整新规在某种意义上延缓了上市公司退市的进程。在新会计准则下,通过破产重整豁免的债务可以计入当期损益,^[14]大量 ST、* ST 公司紧紧抓住破产重整这一救命稻草,达到“垂而不死,停而不退”的保壳目的。

此外,破产重整机制在实践中也一定程度上被扭曲,本应是债权人、债务人自愿协商的破产重整程序,已演变成通过司法手段推动的强制重组程序,亏损累累的上市公司不仅可以利用破产重整机制“起死回生”,还能利用破产重整中新股发行可协商定价的优势,通过司法强制手段进行快速和低成本的重组,通过债务豁免或重组收益等非经常性收益规避连续亏损等退市标准。

据统计,新《企业破产法》实施以来,截至 2011 年 12 月 31 日,深沪

[13] 此外,由于上市公司破产重整案件的审理不仅涉及《企业破产法》、《证券法》、《公司法》等法律的适用,还涉及司法程序与行政程序的衔接,有必要进一步明确该类案件的审理原则,细化有关程序和实体规定,更好地规范相关主体的权利义务,以充分保护债权人、广大投资者和上市公司的合法权益,促进资本市场健康发展。为此,早在企业破产法施行之初,最高人民法院民二庭就与中国证监会上市部、法律部和深沪证券交易所组成联合课题组,就上市公司破产重整案件的审理进行专题调研。经对调研成果广泛征求意见和多次修改,2012 年 3 月 22 日,最高人民法院与证监会联合召开了审理上市公司破产重整案件工作座谈会。与会代表经过认真讨论,就审理上市公司破产重整案件的若干重要问题取得了共识,形成了最高人民法院《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》(法[2012]261 号)(以下简称《纪要》)。

[14] 《企业会计准则第 12 号——债务重组(2006 年)》第 2 条规定:“债务重组,是指在债务人发生财务困难的情况下,债权人按照其与债务人达成的协议或者法院的裁定作出让步的事项。”第 3 条规定:“债务重组的方式主要包括:(一)以资产清偿债务;(二)将债务转为资本;(三)修改其他债务条件,如减少债务本金、减少债务利息等,不包括上述(一)和(二)两种方式;(四)以上三种方式的组合等。”

两市共有 31 家上市公司进入破产重整程序,^[15]其中上交所 13 家,深交所 18 家;国有控股上市公司 20 家(上海 10 家,深圳 10 家),民营上市公司 11 家(上海 3 家,深圳 8 家)。上述 31 家公司中进入重整程序时,暂停上市的公司有 12 家,^[16]正常交易的公司有 19 家,^[17]但这 19 家公司均为 ST、*ST 公司。31 家进入重整的上市公司中,除 *ST 广厦外、*ST 钛白外,29 家公司重整程序已经法院裁定终结。29 家上市公司完成重整后,大部分涉及采用非公开发行股份购买资产方式实施重大资产重组。

4. 新会计准则的发布实施:债务重组新规在一定程度上成为规避退市的重要工具

(1) 老会计准则下,债务重组收益计入资本公积,债务人不能确认重组收益

2001 年 1 月 18 日,财政部发布了经修订后的《企业会计准则——

[15] 这 31 家上市公司为:湖北天发、湖北天颐、浙大海纳、长春兰宝、重庆朝华、重庆星美、河北沧化、河北宝硕、广东华龙、哈尔滨北亚、陕西长岭、焦作鑫安、华源股份、九发股份、承德帝贤、北生药业、新太科技、丹东化纤、夏新电子、秦岭水泥、得亨股份、咸阳偏转、锦化氯碱、广东盛润、深信泰丰、华源发展、光明家具、创智科技、银广夏、方向光电。

[16] 分别为:兰宝信息、朝华科技、天发石油、北亚、丹东化纤、华源股份、焦作鑫安、夏新电子、天颐、华龙、创智科技、方向光电。

[17] 分别为:浙大海纳、重庆星美、河北沧化、河北宝硕、长岭股份、新太科技、承德帝贤、九发股份、北生药业、秦岭水泥、咸阳偏转、锦化氯碱、广东盛润、深信泰丰、得亨股份、华源发展、光明家具、银广夏、中核钛白等 19 家公司,进入重整程序时其股票均处于正常交易状态。

债务重组》，规定债务重组收益计入资本公积，债务人不确认重组收益。^[18]此外，财政部还明确提出，“企业重组”过程中所发生的资产置换差额也不应确认为收益。

2001年12月21日，针对某些上市公司利用与关联方之间显失公允的交易操纵利润，违背会计核算基本原则，严重违反资本市场的“三公”原则的现象，财政部发布实施了《关联方之间出售资产等有关会计处理问题暂行规定》（财会〔2001〕64号），该暂行规定明确规定，“上市公司与关联方之间的交易，如果没有确凿证据表明交易价格是公允的，应按本规定进行处理，对显失公允的交易价格部分，一律不得确认为当期利润，应当作为资本公积处理”。

ST中侨退市便是严格执行上述规定的典型案例。在深交所上市的ST中侨（退市前股票代码为000047），因连续三年亏损被暂停上市，公司实施了重大重组——通过资产赠予和置换，2002年上半年度，公司实现净利润6610万元，每股收益更是高达0.549元，一跃成为深市上市公司中报业绩的第四名。

[18] 2001年《企业会计准则——债务重组》对此作了以下详细的规定：“……4. 以低于债务账面价值的现金清偿某项债务的，债务人应将重组债务的账面价值与支付的现金之间的差额，确认为资本公积。5. 以非现金资产清偿某项债务的，债务人应将重组债务的账面价值与转让的非现金资产账面价值和相关税费之和的差额，确认为资本公积或当期损失。6. 以债务转为资本清偿某项债务的，债务人应将重组债务的账面价值与债权人因放弃债权而享有股权的账面价值之间的差额，确认为资本公积。7. 以修改其他债务条件进行债务重组的，如果重组债务的账面价值大于将来应付金额，债务人应将重组债务的账面价值减记至将来应付金额，减记的金额确认为资本公积；如果重组债务的账面价值等于或小于将来应付金额，债务人不作账务处理。如果修改后的债务条款涉及或有支出的，债务人应将或有支出包括在将来应付金额中。或有支出实际发生时，应冲减重组后债务的账面价值；结清债务时，或有支出如未发生，应将该或有支出的原估计金额确认为资本公积。8. 以混合重组方式进行债务重组的，债务人应分别以下情况处理：（1）以现金、非现金资产方式的组合清偿某项债务的，债务人应先以支付的现金冲减重组债务的账面价值，再按第5条的规定进行处理。（2）以现金、非现金资产、债务转为资本方式的组合清偿某项债务的，债务人应先以支付的现金、非现金资产的账面价值冲减重组债务的账面价值，再按第6条的规定进行处理。（3）以现金、非现金资产、债务转为资本方式的组合清偿某项债务的一部分，并对该债务的另一部分以修改其他债务条件进行债务重组的，债务人应先以支付的现金、非现金资产的账面价值、债权人享有的股权的账面价值冲减重组债务的账面价值，再按第7条的规定处理。”

但是半年报同样显示了公司上半年主营业务收入其实为零,盈利主要是由公司的重大资产重组所产生的。ST 中侨以无锡泰德科教发展有限公司 62% 的股权投资换入大连柏兴房地产有限公司 293.58 亩土地使用权;以上海新海房地产开发有限公司 72% 的股权投资换入大连柏兴房地产有限公司 113.68 亩土地使用权和 3200 万元人民币,按货币性交易进行会计处理后确认投资收益 9500 万元;接受大连柏兴房地产有限公司 269.75 亩土地使用权的赠与,扣除递延税款后增加资本公积金 12707.50 万元。

然而,资产置换产生的差额 9500 万元是否能够计入利润,一度成为争论的焦点,负责深中侨中报审计的上海东华会计师事务所(简称东华事务所)对收益的确认却拿捏不准。

2002 年 8 月 14 日,东华事务所向中国注册会计师协会上市公司会计审计问题专家技术援助小组发出请示函,请示“中侨公司资产过户如未能完成,是否能计入当期利润”等问题。后由于深中侨所有重组过户手续完成,2002 年 8 月 29 日,东华事务所对 ST 中侨 2002 年中报出具了带解释性说明段无保留意见的审计报告。

2002 年 9 月 5 日,应中注协的要求,东华事务所给中注协专业标准部寄发了《关于“ST 中侨”2002 年半年报审计处理情况的汇报》,中注协随即将有关材料转交财政部会计司。

2002 年 9 月 28 日,深交所公告称,“我所获悉有关方面尚未就 ST 中侨 2002 年半年度财务报告及其审计是否有失当情形做出结论。鉴于该结论可能会影响到公司 2002 年半年度业绩的确认,我所目前无法对 ST 中侨恢复上市或者终止上市的问题做出决定”。

2003 年 2 月 19 日,ST 中侨收到东华事务所转发的财政部会计司给东华事务所《关于深圳市中侨发展股份有限公司重组中会计处理问题的复函》(财会便 b{2003}12 号)。财政部会计司复函认为,深中侨整个资产重组实质上属于“企业重组”,“企业重组”过程中所发生的资产置换差额均不应确认为收益。因此,在深中侨 2002 年半年度报告中,不能将深中侨持有的对上海新海 72% 股权转让给大连柏兴所产生

的 9500 万元差额确认为收益。^[19]

因此,东华事务所依据财政部会计司复函,重新对深中侨 2002 年中报出具了否定意见的审计报告,并报送深交所。深中侨的恢复上市推荐人和律师也因此向本所撤回其出具的《恢复上市推荐书》和《法律意见书》。

2003 年 5 月 29 日,深交所作出《深圳市中侨发展股份有限公司股票终止上市的决定》,决定 ST 中侨股票自 2003 年 5 月 30 日起终止上市。^[20]

(2)新会计准则下,债务重组收益计入当期损益,这一债务重组新规在一定程度上成为规避退市的重要工具

2006 年 2 月 15 日,财政部正式颁布了新会计准则,包括 1 项《企业会计准则——基本准则》以及 38 项《企业会计准则——具体会计准则》,新会计准则于 2007 年 1 月 1 日在上市公司正式实行。

新会计准则的发布和实施,使中国会计准则和国际会计准则之间有了实质性趋同,给会计实务带来了诸多的挑战与机遇,对促使上市公司防范金融风险、注重公司资本质量、提高会计信息质量有着积极的意义。但同时,新会计准则中的债务重组新规在一定程度上成为上市公司规避退市的重要工具。

[19] 财政部会计司对深中侨重组行为做出“企业重组”判定是什么意思?相关人士在接受记者采访时表示,企业重组其实是一种非实质性重组,非实质性重组不能确认为收益。

[20] 《深交所关于深圳市中侨发展股份有限公司股票终止上市的决定》,决定的内容如下:鉴于负责深圳市中侨发展股份有限公司财务报告审计工作的上海东华会计师事务所,根据有关会计主管部门认为深中侨 2002 年半年度企业重组不能确认收益的意见,修改了你公司 2002 年半年度审计报告,重新出具了否定意见的审计报告,深中侨的恢复上市推荐人和律师也因此向本所撤回其出具的《恢复上市推荐书》和《法律意见书》。本所上市委员会经慎重审核,依法提出了深中侨股票不符合恢复上市条件、应当终止上市的审核意见。根据中国证监会监发[2001]147 号《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》、《关于执行〈亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)〉的补充规定》和《深圳证券交易所股票上市规则》第十章(2002 年修订稿)的规定和上市委员会的意见,本所依法作出深中侨股票自 2003 年 5 月 30 日起终止上市的决定。

新会计准则下,规定将债务重组收益或损失计入当期损益。^[21] 这为那些处于财务困境的上市公司(特别是面临退市危险的 * ST 公司)打开了一条迅速摆脱财务困境,扭亏为盈甚至是摘掉“ * ST”帽子的直接并且非常有效的途径。

据统计,沪深交易所上市公司 2007 年中报显示,获得债务重组收益的 115 家上市公司中,ST 公司有 43 家;有 66 家上市公司的债务重组收益在 50 万元人民币以上,其中 ST 公司有 33 家;债务重组收益前二十大公司中 ST 公司有 14 家;债务重组收益过亿的三家公司均是 ST 公司。

另据统计,截至 2007 年年底,深市主板公司中存在债务重组收益的 ST、* ST 公司高达 50 家,占 ST、* ST 公司总数的比例近 50%。债务重组收益过亿元的有 11 家,这 11 家公司中,* ST 公司有 7 家,ST 公司有 3 家,未被实施特别处理的公司仅有 1 家。

此外,我们还通过统计分析发现了一个规律,那就是新旧会计准则对债务重组收益的不同会计处理规定与新旧会计准则各自实施期间的退市数量呈现出极大的关联度。在 2001 年 1 月至 2007 年 1 月旧会计

[21] 《企业会计准则第 12 号——债务重组(2006 年)》对此作了以下详细的规定:第 4 条规定:“以现金清偿债务的,债务人应当将重组债务的账面价值与实际支付现金之间的差额,计入当期损益。”第 5 条规定:“以非现金资产清偿债务的,债务人应当将重组债务的账面价值与转让的非现金资产公允价值之间的差额,计入当期损益。转让的非现金资产公允价值与其账面价值之间的差额,计入当期损益。”第 6 条规定:“将债务转为资本的,债务人应当将债权人放弃债权而享有股份的面值总额确认为股本(或者实收资本),股份的公允价值总额与股本(或者实收资本)之间的差额确认为资本公积。重组债务的账面价值与股份的公允价值总额之间的差额,计入当期损益。”第 7 条规定:“修改其他债务条件的,债务人应当将修改其他债务条件后债务的公允价值作为重组后债务的入账价值。重组债务的账面价值与重组后债务的入账价值之间的差额,计入当期损益。修改后的债务条款如涉及或有应付金额,且该或有应付金额符合《企业会计准则第 13 号——或有事项》中有关预计负债确认条件的,债务人应当将该或有应付金额确认为预计负债。重组债务的账面价值,与重组后债务的入账价值和预计负债金额之和的差额,计入当期损益。或有应付金额,是指需要根据未来某种事项出现而发生的应付金额,而且该未来事项的出现具有不确定性。”第 8 条规定:“债务重组以现金清偿债务、非现金资产清偿债务、债务转为资本、修改其他债务条件等方式的组合进行的,债务人应当依次以支付的现金、转让的非现金资产公允价值、债权人享有股份的公允价值冲减重组债务的账面价值,再按照本准则第七条的规定处理。”

准实施阶段,退市公司无法通过债务重组实现盈利,退市公司相对很多,在2007年1月新会计准实施后,退市公司则大幅减少。

自2001年4月PT水仙被终止上市起,沪深两市迄今共有退市公司80家,因为连续亏损等而被强制退市的有54家,其中深交所28家,上交所26家。而这54家公司中,48家退市时间处于旧会计准实施阶段(2007年被强制退市的6家公司也是因为2007年之前的连续亏损导致),只有6家退市时间处于新会计准实施阶段。

5. 沪深交易所《股票上市规则》的5次修订与中小板退市特别规定的出台:退市制度具体操作规则的逐步完善与仍然存在的问题与症结

(1) 沪深交易所《股票上市规则》的五次修订

1998年1月1日,沪深证券交易所分别发布实施了第一部《股票上市规则》。2001年2月后,沪深证券交易所对其进行了5次修订,即2001年6月第二次修订,2002年2月第三次修订,2004年12月第四次修订,2006年5月第五次修订,2008年9月第六次修订,每一次修订都对退市制度进行了检讨和修改,整体的发展趋势是日趋严格和完善。

2001年至2004年期间,沪深证券交易所根据证监会出台的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》等文件,对上市公司退市标准进行了修订,将基于法定退市情形的退市标准作了进一步细化。同时,在2004年修订的《股票上市规则》第十三章“特别处理”中规定了“退市风险警示制度”,具体措施是在公司股票简称前冠以“*ST”标记,以区别于其他公司股票。在退市风险警示期间,股票报价的日涨跌幅限制为5%。自此,公司风险警示分别根据适用的情况分为退市风险警示(*ST)和其他风险警示(ST)。

2006年5月,沪深证券交易所依据新修订施行的《证券法》在《股票上市规则》(2006年修订)中明确了交易所对股票上市、暂停和终止上市的审核权;增加了当被出具无法表示意见及否定意见的有关定期报告的审计报告,无法向市场提供有效信息时,上市公司将被实施退市风险警示,进入退市程序;对退市标准进行了相应修订:(1)连续三年亏损被暂停上市的公司,若第四个会计年度中期报告仍然亏损不再直接退市,将视披露的第四个会计年度年报盈亏情况决定;(2)明确恢复

上市和终止上市的审议决策机构为上市委员会。

随着国内证券市场步入后股权分置时代,《企业破产法》和新《上市公司收购管理办法》的出台及证券发行制度的改革,监管形势和市场基础均发生了重大变化。2008年10月,沪深证券交易所发布实施了《股票上市规则(2008年修订)》,其中包括对上市公司退市标准的修订完善:(1)股权分布不符合条件的公司被暂停上市后6个月内仍不能消除该情形的将被终止上市;(2)被法院宣告公司破产的公司将直接被终止上市。^[22]

(2)《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》的发布实施

2006年11月30日,深交所发布《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》(以下简称《特别规定》),于2007年1月1日正式施行。这是深交所继发布《中小企业板上市公司特别规定》、《中小企业板交易特别规定》和《中小企业板投资者权益保护指引》、《中小企业板上市公司募集资金管理细则》等一系列规则和指引之后的又一重大创新举措,对证券市场完善优胜劣汰机制,提高上市公司质量具有重要意义。^[23]

《特别规定》在现有主板退市制度的基础上,从上市公司财务、规范运作和市场交易三大方面增加了七种退市情形,初步建立了多维、立

[22] 为与之配套,在《上市规则》第十一章“其他重大事件”中专门增加了“破产”一节。“破产”一节针对现行规则破产规定单一薄弱的现象,修订和完善了破产规定,包括:按照《证券法》关于破产退市的释义,修正关于破产公司终止上市的情形;统一在法院受理的时点起对相关公司股票采取退市风险警示处置;鉴于破产过程中不确定因素过多,在交易安排上考虑给予一定*ST交易时间(20个交易日)充分释放风险后即对公司股票进行停牌,直至相关情况明朗;对破产公司的信息披露时点和披露内容进行具体规定,并区分不同管理人模式,对信息披露义务主体和责任作出明确要求。

[23] 《特别规定》作为深交所《股票上市规则》的一个有机组成部分,是对《股票上市规则》的补充。《特别规定》是针对中小企业板公司的特别规定,仅适用于中小企业板公司,不适用于其他上市公司。中小企业板上市公司在遵守《特别规定》的同时,也必须遵守《上市规则》。《特别规定》和《上市规则》都有规定的,中小企业板上市公司首先适用《特别规定》的规定。比如,《上市规则》13.3.1中规定“最近一个会计年度的审计结果显示其股东权益为负”时实行其他特别处理,但根据《特别规定》,相同情况下要实行退市风险警示。如果中小企业板上市公司出现这种情况,将被实行退市风险警示而不是其他特别处理。

体退市指标体系。

具体而言,在财务类指标方面,《特别规定》增加了公司年度报告显示股东权益为负值,或者被注册会计师出具无法表示意见和否定意见的审计报告可能退市的情形,旨在警示上市公司持续经营能力差和会计信息严重失真的风险。

在规范类指标方面,《特别规定》增加了公司对外担保余额(合并报表范围内的公司除外)超过1亿元并且占净资产值的100%以上,或者公司为控股股东及其他关联方违规提供资金余额超过2000万元或者占净资产值的50%以上、24个月内连续两次受到交易所公开谴责等可能退市的情形,旨在加强对上市公司违法违规以及高风险行为的警示,引导投资者树立注重上市公司诚信的投资理念。^[24]

在市场类指标方面,《特别规定》增加了连续20个交易日内公司股票每日收盘价均低于面值,或者在120个交易日内累计成交量低于300万股等可能退市情形,旨在优化市场资源配置,提高市场效率。

《特别规定》的发布实施,进一步丰富了退市标准,改变当时上市

[24] 在《特别规定》中增加对外担保、资金占用和交易所公开谴责次数等3个规范类指标主要基于以下考虑:首先,上市公司违规为控股股东等提供资金是违法违规行为,对上市公司的损害巨大,严重损害了广大中小股东的合法权益,必须坚决杜绝。如何在中小企业板防止出现严重的资金占用问题,是中小企业板上市公司监管中的重大课题。因此,我们在《特别规定》中引入资金占用的违法指标,是希望以此为突破口,以中小企业板进行试点,对《证券法》第55条第3项有关重大违法行为的规定进一步细化,使其更具可操作性。同时,将资金占用列为公司退市的一项指标,将增大资金占用的违法成本,也时刻提醒上市公司以及控股股东等方面严格遵守有关法规和交易所的规则。其次,上市公司提供对外担保虽然不是法律禁止的行为,但从主板10多年的监管经验来看,上市公司提供大量的对外担保,是上市公司的控股股东及其关联人掏空上市公司的主要途径之一,而且具有隐蔽性,不容易及时发现,产生了很多严重的问题。可以说,广大投资者对上市公司的对外担保存在极大的疑虑,上市公司的对外担保行为客观上影响了投资者的投资信心。特别是中小企业板公司抗风险能力较低,必须对大量担保所引发的潜在风险给予足够的重视。《特别规定》引入对外担保指标的主要目的是对中小企业板上市公司进行警示和引导,防患于未然,同时考虑到对外担保在企业经营活动中的作用和对外担保的性质,《特别规定》中的有关规定无论是绝对额和相对额都相对宽松,不会影响到企业正常的经营活动。最后,交易所的公开谴责,综合反映了公司在规范运作和诚信建设方面的缺失,将一定期限内多次受到交易所公开谴责的公司淘汰出局,是提高交易所监管权威性、打造中小企业板为“诚信之板”的有力举措。

公司退市标准比较单一的情况,未雨绸缪,为中小企业板上市公司进一步规范运作加以引导和警示,对中小企业板的健康发展具有重要意义,也为完善主板的退市制度作出了有益的探索。

2012年7月7日,《深交所股票上市规则(2012年修订)》发布实施,因《特别规定》的相关内容已经被《股票上市规则(2012年修订)》吸收,《特别规定》因此被同时废止。

(3) *ST本实B的退市

自2007年12月13日*ST联谊退市后,*ST本实B(200041)成为两年来深沪两市第一家也是唯一一家被强制退市公司。此外,直到2012年12月31日*ST炎黄、*ST创智退市,其间深沪两市未有一家公司被强制退市。因此,*ST本实B退市案例成了一个承上启下具有代表性的案例。

2009年11月30日,深交所上市委员会审议通过了*ST本实B的终止上市事宜。前期,*ST本实B由于未及时披露年报被暂停上市。暂停上市后两个月内,*ST本实B披露了年报,但没有在规定期限内提交有效的恢复上市申请,深交所决定该公司股票自2009年12月4日起终止上市。

在终止上市前,*ST本实B曾多次出现没有在规定期限内披露年报的情形,公司及其相关当事人被深交所多次公开谴责,公司股票也因此先后被实施了退市风险警示(*ST)和暂停上市。

以下为*ST本实B从被实施退市风险警示到暂停上市,再到终止上市的全部过程。

*ST本实B前身为蛇口本鲁克斯电子化工制造有限公司,经深圳市人民政府批准,于1990年9月25日成立。1993年8月31日,公司改组为股份制企业,更名为“深圳本鲁克斯实业股份有限公司”。1994年5月30日,公司普通股B股在深圳证券交易所上市交易。

2004年5月11日,*ST本实B原控股股东蛇口汉盛电子有限公司将其持有的1466.86万股法人股(占公司总股份总额的24.25%)转让给海南如来木业有限公司,后者成为公司的控股股东。

2005年4月30日,*ST本实B因未能披露2004年报,公司及其相关当事人被深交所公开谴责,公司股票自2005年5月1日起停牌。

2005年6月30日,公司仍未披露2004年年报,根据《上市规则》的规定,公司股票自2005年7月1日复牌并实行退市风险警示(*ST)。公司同时刊登公告,提示若在2005年8月31日前仍未能披露2004年年报,公司股票将面临暂停上市风险。直至2005年8月27日,公司方才披露2004年年报。

2006年4月30日,*ST本实B再次出现未如期披露年报的情形,公司及其相关当事人再次被深交所公开谴责,公司股票自2006年5月8日起停牌。截至2006年6月30日,公司仍未披露2005年年报,股票于2006年7月3日复牌。公司同时刊登公告,提示若在2006年8月31日前仍无法披露年报,公司股票将于2006年9月1日起暂停上市。

2006年8月31日,公司披露了2005年年报,该年报被深圳市鹏城会计师事务所出具了无法表示意见的审计报告,会计师表示因审计证据不足无法判断非标意见所涉及事项是否明显违反会计准则和会计制度。根据《上市规则》的规定,公司股票自2006年8月31日起停牌。鉴于公司及审计师一直没有就非标意见涉及事项对公司的影响进行明确说明,公司股票因此被停牌。

2009年4月30日,*ST本实B第3次出现未如期披露年报的情形,公司及其相关当事人再次被深交所公开谴责。2009年6月30日,公司仍未披露2008年年报。此后,公司于2009年8月6日、8月13日、8月20日分别刊登了3次股票可能被暂停上市的风险提示公告。

截至2009年8月31日,*ST本实B仍未披露2008年年报,根据《上市规则》的规定,公司未在法定期限内披露年度报告,且在其后两个月内仍未披露年度报告,深交所有权决定暂停其股票上市交易,公司股票于2009年9月10日被暂停上市。2009年9月8日、10月20日,公司分别刊登了两次其股票可能被终止上市的风险提示公告。

2009年11月7日,*ST本实B披露了2008年年报。2009年11月9日,*ST本实B向深交所提出了恢复上市申请,但未能按《上市规则》第14.2.12条的规定提交相关申请材料。11月13日,公司撤销了恢复上市申请。

按照《上市规则》的规定,上市公司因未按期披露年度报告被暂停上市后,在两个月内披露了相关年度报告,但未能在其后的5个交易日

内提出恢复上市申请,深交所所有权决定终止其股票上市交易。经深交所上市委员会审议通过,深交所决定公司股票自2009年12月4日起终止上市。^[25]

*ST本实B终止上市后,投资者持有的公司股票可以进入代办股份转让系统进行股权转让。由于*ST本实B尚未聘请代办股份转让服务机构,根据中国证监会和中国证券业协会的相关规定,深交所指定光大证券股份有限公司为*ST本实B的代办股份转让服务机构,协助公司办理其股票退出深市主板并进入代办股份转让系统的相关事宜。按照相关法规的要求,*ST本实B及代办转让服务机构光大证券保证公司股份在深交所发布有关终止上市公告后45个交易日内可以进入代办股份转让系统。

(4) 当时退市制度下上市公司久停不退的主要症结所在

2001年以来,沪深证券交易所对《股票上市规则》进行了五次修订,其中有关退市制度的相关规定日趋详细和相对成熟。但是,仍然存在不少亟待解决的问题,其中,以下两个问题属于当前上市公司久停不退的主要症结所在。

① 计算濒临退市公司净利润时没有扣除非经常性损益

目前,沪深证券交易所《股票上市规则(2008年修订)》均没有规定以扣除非经常性损益前后的净利润孰低来判断是否达到恢复上市的条件。因此不少上市公司通过政府补贴、大股东输送利润、资产处置等非经常性收益调节利润,以规避退市。首先,很多上市公司可实施“报表重组”,连续两年亏损,第三年微利,逃脱暂停上市处理,紧接着亏损两年,再微利一年,如此循环往复。其次,即使上市公司连续三年亏损而被暂停上市,也不意味着必然退市,上市公司在这个阶段同样可选择“报表重组”,只要第四年微利,就可以逃脱退市危机。

[25] 在处置*ST本实B退市过程中,存在极大阻力。该公司实际控制人自持境外身份,面对可能的终止上市结果,在定期报告披露前就多次上访,并威胁要在境外召开新闻发布会,声称受到监管部门的不公正对待。为防范公司鼓动中小投资者采取如集体上访、威胁监管人员人身安全等过激行为,迫使深交所与地方政府及证监局投入了巨大精力和财力制定并实施风险处置预案,以防范和化解相应的退市风险,保持股东和社会稳定。

此外,值得注意的是,前已述及,2007年1月1日起在上市公司中实施的新会计准则的实施为上市公司利用非经常性损益调节利润提供了很大空间,主要手段是处置非流动资产、转回以前年度计提的资产减值准备、债务重组收益、转回以前年度计提的预计负债及获得政府补助。

然而,这些手段并没有从根本上提升公司的经营能力。这类公司虽然在财务指标上暂时实现了盈利,但是并不具备持续盈利的能力,其实现恢复上市对市场的健康稳定发展非常不利。

据统计,深市主板历史上共有30家因连续三年亏损而暂停上市的公司实现了恢复上市,其中有24家公司“扣非”后的净利润为负,如果执行“扣非”标准的话,这24家公司将终止上市。此外,截至2012年3月16日,深交所主板仍然有12家暂停上市公司最近4年“扣非”后的净利润为负,这些公司分别为S*ST恒立、*ST炎黄、*ST商务、*ST朝华、S*ST聚友、*ST方向、*ST创智、*ST丹化、*ST远东、*ST武钢B、*ST关铝、*ST金城。

②对暂停上市期间补充材料的时间未做明确限制性规定

《深交所股票上市规则(2008年修订)》第14.2.15条规定:“本所将在受理公司恢复上市申请后的三十个交易日内,作出是否核准其股票恢复上市申请的决定。本所要求公司提供补充材料的,公司应当在本所规定期限内提供有关材料。公司补充材料期间不计入本所作出有关决定的期限内。”《上交所股票上市规则(2008年修订)》也做了同样的规定。

然而,该条未对暂停上市公司补充材料的期限做出明确限制,导致暂停上市公司均以补充材料为理由,久停不退。

据统计,截至2012年3月16日,深交所共有暂停上市公司19家,除*ST金城、*ST关铝为2011年新暂停上市外,其他17家暂停上市公司均处于恢复上市申请被受理后的补充材料阶段。而在这17家公司中,有12家公司以补充材料为由暂停上市超过5年仍然未退市。

(四) 第四阶段:上市公司退市法律制度的相对完善期(2012年5月至今)

1. 创业板先行先试,退市新政率先推出

(1)《关于完善创业板退市制度的方案》出台

2009年10月23日,创业板正式推出。2009年版的《创业板股票上市规则》规定的退市标准以及退市机制方面具有自身的特点,退市标准方面借鉴了中小板的相关规定,与主板相比,增加了反映公司持续经营能力方面的指标,且在退市机制方面推出了直接退市和快速退市等新举措。

创业板推出两年多来,在市场各方的支持与努力下稳步发展壮大,总体运行平稳,在鼓励和引导社会资金支持战略性新兴产业和其他创新型企业发展,落实国家自主创新战略等方面的作用初步显现。

为配合资本市场的改革进程,使市场保持有进有出、吐故纳新、动态平衡的合理状态,促进优胜劣汰机制的形成,推动市场规范、健康、稳定发展,改进和完善上市公司退市制度势在必行。由于创业板推出时创业板退市制度与主板退市制度一脉相承,其框架和主要内容基本一致,如果不加以改进和完善,在主板市场退市制度运行过程中存在的问题完全有可能在创业板市场重现。

退市制度作为创业板市场的一项重要制度,自创业板启动以来一直广受关注,市场对于创业板实施更加严格的退市制度寄予很高的期望。创业板作为一个全新的市场,没有历史包袱,尽快在创业板先行先试,探索建立符合我国资本市场实际的退市制度,将有利于创业板市场的长远健康发展,同时,也将对主板退市制度的改革完善发挥探索及示范作用。此外,也有利于培育投资者和整个市场的风险意识,遏制投机炒作行为,形成以业绩为基础的投资理念,促进理性投资文化的建立,维护市场正常秩序,从根本上保护中小投资者的利益。

为此,深交所持续深入研究完善创业板退市制度,努力探索优胜劣汰机制。经过近两年来的研究论证,深交所拟定了《关于完善创业板退市制度的方案(征求意见稿)》(以下简称《方案》),并于2011年11月28日向社会公开征求意见。《方案》针对现行退市制度存在的主要问题和症结,充分借鉴成熟资本市场经验,在现有法律框架基础上,坚

持市场化的方向,以优化市场资源配置,提高创业板上市公司整体质量为目标,主要从以下几方面对创业板退市制度进行完善:

①增加连续受到交易所公开谴责和股票成交价格连续低于面值两个退市条件。

第一,关于连续受到交易所公开谴责的退市条件。

规范运作是上市公司最基本、最重要的要求,也是投资者合法权益得以保护的基础。现行退市条件中缺乏有关上市公司规范运作的指标,部分上市公司虽然财务指标没有达到退市标准,但经常发生重大不规范行为,严重损害投资者利益,因此非常有必要增加相应的指标作为退市条件,以将此类“害群之马”清除出市场,并提高监管的威慑力。由于规范运作涉及公司运作的诸多方面,难以全面列举,因此以受到交易所公开谴责这一综合性的指标作为一项退市条件的操作性更强。

为了使“连续受到交易所公开谴责”的退市标准能够得到更好的执行,深交所已经于2011年4月对外公布了《深圳证券交易所创业板上市公司公开谴责标准》,以保证制度的透明和公正。《公开谴责标准》中还专门增加了有关上市公司对深交所做出的公开谴责决定不服的,可以向深交所上诉复核委员会申请复核的规定。被处罚对象提出复议时,上诉复核委员会要召开听证会议,相关人员可以在会上进行申诉。

第二,关于股票成交价格连续低于面值的退市条件。

《方案》中新增了一个市场交易方面的退市条件,即“连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值”,创业板公司股票交易一旦出现上述情况,将终止上市。增加这一反映市场效率的退市条件,有利于建立科学的多元化退市指标体系。

增加股票成交价格连续低于面值的退市条件的主要考虑是借鉴海外成熟证券市场的先进经验,建立多元化的退市标准体系。

从海外成熟证券市场的情况来看,纽交所规定连续30个交易日收盘价小于1美元退市,韩国主板市场以股价不足面值的20%为底线,KOSDAQ以股价不足面值的40%为底线。虽然创业板在短期内出现股价低于面值的可能性不大,但是制度设计要有一定的前瞻性和导向性。经测算,2000年以来深市主板共有6家公司出现过9次“连续20

个交易日每日收盘价均低于每股面值”的情形,中小板和创业板公司尚未出现过这种情况。

②完善恢复上市的审核标准,以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为盈利判断标准,不支持通过“借壳”恢复上市

多年来,主板暂停上市的公司通过各种调节财务指标的方法实现恢复上市的现象较为普遍。鉴于主板、创业板股票上市规则均没有规定以扣除非经常性损益前后的净利润孰低来判断是否达到恢复上市的条件,因此,不少上市公司通过政府补贴、大股东输送利润、资产处置等非经常性收益调节利润,以规避退市。这类公司虽然在财务指标上暂时实现了盈利,但是并不具备持续盈利的能力,其实现恢复上市对市场的健康稳定发展非常不利。经统计,深市主板历史上共有30家因连续三年亏损而暂停上市的公司实现了恢复上市,其中有24家公司“扣非”后的净利润为负,参照本条款的规定,这24家公司将不能恢复上市。

为此,《方案》完善了创业板恢复上市的标准,明确以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为恢复上市的盈利判断标准,防止创业板公司通过一次性的交易、关联交易等非经常性收益调节利润规避退市的行为。

此外,主板暂停上市公司通过借壳上市式的资产重组实现恢复上市的现象比较普遍,与此同时也出现了“借壳炒作”现象,相关的内幕交易和市场操纵行为极易发生,在一定程度上影响了二级市场定价机制和资源配置功能的发挥。为了避免类似现象在创业板出现,非常有必要明确不支持暂停上市的创业板公司通过借壳的方式恢复上市。

创业板公司在正常情况下是可以进行资产重组的,而且深交所非常鼓励创业板公司通过重大资产重组的方式进行同行业并购、上下游产业链的整合等,以提高创业板公司的核心竞争力,促进创业板公司进一步做大做强。但是,创业板公司一旦进入暂停上市状态,深交所不支持这类公司进行重大资产重组,并通过借壳的方式实现恢复上市,以避免“借壳炒作”的现象在创业板重现。

③明确暂停上市期间补充材料的时间要求

为防止公司以补充材料为由,延缓终止上市进程,对恢复上市及终

止上市过程中公司补充材料的期限作出明确限制,要求公司应当自深交所要求补充材料之日起一个月内提供有关材料。

④对净资产为负(资不抵债)的上市公司加快退市速度,缩短退市时间

上市公司出现净资产为负的现象说明公司已经资不抵债,丧失了持续经营的基础。一般而言,净资产为负远比连续三年亏损的情形更为严重,因此有必要加快此类公司的退市速度。2010年12月31日,深市有24家主板公司净资产为负,22家主板公司连续两年净资产为负。中小板历史上曾经有1家公司出现过连续两年净资产为负的情形,创业板还没有出现这种情形。

2009年版《创业板股票上市规则》规定,上市公司经审计的年报显示公司出现净资产为负即实施“退市风险警示处理”措施,第二年年报显示净资产继续为负即暂停上市,暂停上市之后的首个中期报告公司净资产继续为负即终止上市。为加快此类公司的退市速度,《方案》规定,创业板公司经审计的年报显示公司出现净资产为负即暂停上市,第二年年报显示净资产继续为负即终止上市。

⑤改进创业板退市风险提示方式,废除“ST”、“*ST”制度

“退市风险警示处理”措施是我国特有的一项制度安排,设计“退市风险警示处理”措施的初衷是为了充分提示退市风险,保护投资者的利益。从实际运行情况来看,该制度确实起到了一定的风险揭示作用,但是也存在一些问题。由于普遍存在资产重组预期,不少被实施“退市风险警示处理”的股票出现了恶性炒作现象,个别“*ST”公司市盈率甚至一度达到1000倍以上,并形成了板块炒作效应,时常出现群体性的暴涨暴跌,其风险提示作用难以得到有效的发挥。

在创业板退市制度先行先试的情况下,如果创业板继续采用现行的“退市风险警示处理”措施,那么存在退市风险的创业板公司将在股票简称和行情揭示上和主板公司相混同,这将不利于投资者识别并规避此类公司。为此,创业板将不再实施“退市风险警示处理”措施。

不再实施“退市风险警示处理”措施后,为了更加充分地揭示公司的退市风险,将采取以下两个配套措施:一是强化上市公司信息披露,一旦出现退市风险,要求创业板公司及时披露退市风险提示公告,并在

此后每周披露一次退市风险退市公告;二是深化创业板投资者适当性管理,充分利用创业板这一特有的制度安排,要求证券公司利用短信、电子邮件等方式,将有关公司的退市风险提示公告通知持有退市风险公司股票的投资人,这种方式可以更加充分和精确地揭示退市风险。通过以上两种方式,完全能够达到充分揭示退市风险,保护投资者利益的目的。

⑥实施“退市整理期”制度,设立“退市整理板”

“退市整理期”制度主要是借鉴了日本东京交易所的相关制度,即由交易所宣布某上市公司将于一定时间后退市,公司被宣布退市至正式退市前在交易所“整理板块”继续交易,整理期满公司退市。日本公司退市后可直接进入绿单市场,无须经推荐券商的审核。但是截至2007年10月,绿单市场中退市公司仅有7家,大部分公司基本一退到底。这样投资者在公司退市前卖出股票就非常重要。“退市整理期”制度安排是释放公司退市风险、减少投资者损失的较为合理的途径。^[26]

为了保证投资者在创业板公司退市前拥有必要的交易机会,使投资者有更加充足的时间处理手中持有的股票,同时有充裕的时间来实现退市公司股价的回归,化解高价退市的风险,深交所借鉴东京交易所

[26] 东交所“退市整理期”及相关规定主要如下:(1)当上市公司存在退市风险时,东交所股票上市规则(下称:上市规则)第610条规定,公司股票进入“监管板块”,实行另板交易。(2)当上市公司被决定退市时,根据上市规则第611条,交易所将指定该公司股票进入“整理板块”交易直至退市,使投资者有机会卖出所持股票。根据上市规则执行准则(下称:执行准则)第604条,退市整理期为一个月。(3)股票在退市整理期间,交易机制不作特别安排。按照东交所涨跌停板制度,公司股价低于100日元时,当日股票收盘价与前一交易日收盘价相比变动达30日元时,公司股票触及涨跌停板。

等境外证券交易所的做法,^[27]设立“退市整理期”,在交易所做出公司股票终止上市决定后,公司股票终止上市前,给予30个交易日的股票交易时间,在此期间不再受理公司重组申请。

同时设立“退市整理板”,将进入“退市整理期”的股票集中到“退市整理板”进行交易,行情上实行另板揭示,不再与其他创业板公司股票一同显示行情。

对于“退市整理板”的涨跌幅限制问题,考虑到现行5%的涨跌幅限制不足以实现股价的回归,而完全不设涨跌幅限制可能存在暴涨暴跌的风险,因此将与正常股票相同维持10%的涨跌幅限制,以便于退市风险得到合理的释放。

深交所于2011年11月28日对外公布《关于完善创业板退市制度的方案(征求意见稿)》后,在征求意见期间,共收到反馈邮件170多封,网络调查问卷950份。深交所还于12月5日、12月19日和12月21日召开了三场退市制度征求意见座谈会,分别邀请了部分金融办、证监局、上市公司、保荐机构、创投机构、个人投资者、机构投资者、市场分析人士、专家学者等各方代表参加,广泛征集各方意见。

[27] 日本航空、活力门和亚洲互动传媒案例是东京交易所实施退市整理期以来的三个著名案例。日本航空(Japan Airlines Corporation)是一家有着近60年历史的航空公司,在东交所市场一部上市。过去九年间,日航三次接受政府注资后,始终无力挽回颓势,连年亏损,日航及其旗下两家子公司负债总额达2.32万亿日元。2010年1月19日,东交所宣布日航向日本法院提请破产,2月20日起,日航将从东交所退市,在此之前,日航股票仍可作为“整理股票”在东交所交易。活力门(Livedoor Co., Ltd.)于2000年在东交所Mothers板块上市,跻身日本三大门户网站行列。2006年1月16日,活力门公司因涉嫌违反《证券交易法》遭到警方搜查,并引发了日本股市的一场“大地震”,日经股指在随后的两个交易日内暴跌926.85点。同年1月23日东交所宣布,即日起活力门将列为“监管股票”。2006年3月14日,活力门股票被转为“整理股票”,一个月后正式退市。亚洲互动传媒(Asia Media Company Limited)于2007年4月26日在东交所Mothers板块上市,成为第一家在东交所上市的中国企业。2008年6月3日,亚洲互动传媒发布公告称公司CEO崔建平在未得到公司董事会同意的情况下,将其在中国国内银行开户的全资子公司——北京宽视网络技术有限公司1.069亿人民币的定期存款设定为对第三方企业债务的担保。为此,东交所向北京市公安局举报了该公司的违规行为,要求依法追究崔建平的刑事及民事责任。2008年6月25日,东交所将亚洲互动传媒列入“监管股票”名单,提醒投资者注意该股票有可能退市。而财务报告的不合格终于让东交所下决心将其“退市”。2008年8月19日,东所在股市收盘后发表声明称亚洲互动传媒于一个月后退市。

总体来看,市场各方对《退市制度(征求意见稿)》给予积极评价,认为有助于建立证券市场优胜劣汰机制,促进创业板市场长远健康发展。同时,也对《退市制度(征求意见稿)》提出了具体意见与建议。

深交所对通过各种途径所收集到的意见和建议进行了整理、归纳和汇总,对市场各方的反馈意见进行了认真研究与反复考量,吸取了其中的合理意见与建议,对《关于完善创业板退市制度的方案》(以下简称《方案》)进行了修改完善,并于2012年2月24日发布了《〈关于完善创业板退市制度的方案〉征求意见和修改情况的说明》和正式的方案。同时,深交所根据创业板退市制度方案的有关内容启动了《创业板股票上市规则》的修订工作。

(2)《创业板股票上市规则》修订完成,发布实施,创业板退市新政正式实施

2012年4月20日,深交所完成了对《创业板股票上市规则》的修订,正式发布《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2012年修订)》,并自2012年5月1日起施行。

本次修订《创业板股票上市规则》,主要是将《方案》内容落实到《创业板上市规则》的具体条款,包括以下六个方面:

①丰富了创业板退市标准体系。

在暂停上市情形的规定中,将原“连续两年净资产为负”改为“最近一个年度的财务会计报告显示当年年末经审计净资产为负”,新增“因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载,对以前年度财务会计报告进行追溯调整,导致最近一年年末净资产为负”的情形;在终止上市情形的规定中,新增“公司最近三十六个月内累计受到本所三次公开谴责”、“公司股票连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值”和“因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载,对以前年度财务会计报告进行追溯调整,导致最近两年年末净资产为负”。

②完善了恢复上市的审核标准,充分体现不支持通过“借壳”恢复上市。

第一,新增一条“暂停上市公司申请恢复上市的条件”,要求公司在暂停上市期间主营业务没有发生重大变化,并具有可持续的盈利能力。第二,针对目前通过“借壳”实现恢复上市的暂停上市公司大多数

以补充材料为由,拖延时间维持上市地位并重组的情况,《创业板上市规则》对申请恢复上市过程中公司补充材料的期限作出明确限制,要求公司必须在30个交易日内提供补充材料,期限届满后,深交所将不再受理新增材料的申请。第三,明确因连续三年亏损或追溯调整导致连续三年亏损而暂停上市的公司,应以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为恢复上市的盈利判断依据,杜绝以非经常收益调节利润规避退市。第四,明确因连续三年亏损和因年末净资产为负而暂停上市的公司,在暂停上市后披露的年度报告必须经注册会计师出具标准无保留意见的审计报告,才可以提出恢复上市的申请。

③明确了财务报告明显违反会计准则又不予以纠正的公司将快速退市。

为杜绝公司通过财务会计报告被出具非标准无保留审计意见来规避暂停或终止上市条件,规定非标意见涉及事项属于明显违反企业会计准则、制度及相关信息披露规范性规定的,应当在规定的期限内披露纠正后的财务会计报告和有关审计报告。在规定期限届满之日起4个月内仍未改正的,将被暂停上市;在规定期限届满之日起6个月内仍未改正的,将被终止上市。

④强化了退市风险信息披露,删除原规则中不再适用的“退市风险警示处理”章节。

在取消“退市风险警示处理”制度的同时,为及时揭示公司的退市风险,《创业板上市规则》全面考虑可能的退市风险出现时点,针对不同的暂停上市和终止上市情形,明确规定首次风险披露时点及后续风险披露的频率,要求公司每五个交易日披露一次风险提示公告,强化退市风险信息披露要求。

⑤增加了退市整理期的相关规定。

根据《方案》,创业板实施“退市整理期”制度,设立退市整理板。在《创业板上市规则》中,对退市整理期的起始时点、期限、日涨跌幅限制、行情另板揭示及风险提示作出了明确规定。

⑥明确了创业板公司退市后统一平移到代办股份转让系统挂牌。

为保护投资者权益,给予退市公司股票合适的转让场所,《创业板上市规则》明确规定,创业板公司退市后,统一平移到代办股份转让系

统挂牌。

《创业板上市规则》(2012年修订)自5月1日起施行,创业板退市制度正式实施。创业板退市制度的实施是创业板市场制度建设中具有里程碑意义的一件大事,将对创业板市场的可持续健康发展以及包括上市公司在内的市场参与者的行为模式产生积极、深远的影响。新退市制度在体现高效率、市场化退市导向的同时,对创业板上市公司的持续经营能力和规范运作标准要求更加严格。创业板退市新政的出台和实施,必将成为我国上市公司退市法律制度建设中的新里程碑。

2. 主板、中小板积极跟进,改进和完善退市制度

我国证券市场经过二十多年的发展,正在逐步走向规范和成熟。退市是正常的证券市场现象,退市制度作为证券市场一项基础性制度安排,已经有十多年的实践,在完善市场机制方面发挥了积极的作用。但是随着证券市场的不断发展,原有主板、中小板退市制度暴露出标准单一、易于规避、程序冗长等诸多问题,未能充分发挥优胜劣汰、保护投资者权益的功能。另外,经过二十多年的发展,我国多层次资本市场体系已初步形成,非上市公众公司的股份转让和监管制度初步建立,改革完善退市制度,实现退市工作市场化、正常化、常态化的条件日趋成熟。

为保护投资者合法权益,促进证券市场改革创新和健康发展,在借鉴创业板前期对退市制度的探索及海外市场经验的基础上,本着稳中求进的原则,2012年4月29日,深交所对外发布了《关于改进和完善深圳证券交易所主板、中小企业板上市公司退市制度的方案(征求意见稿)》(以下简称“征求意见稿”),并向社会公开征求意见。5月20日征求意见截止后,根据社会各界反馈的意见,深交所并于对退市制度改革方案进行了反复修改完善,并于2012年6月28日正式发布。据此,深交所修订了《股票上市规则》,《深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)》正式发布实施。上交所也同步发布了《改革方案》和《上海证券交易所股票上市规则(2012年修订)》,标志着深沪两市主

板、中小板退市新政正式实施,鉴于沪深两市退市新政基本一致,^[28]下面以深交所为例来具体阐述主板、中小板新的退市制度:

(1)完善退市标准,建立市场化和多元化的退市标准体系。

深交所《股票上市规则(2008年修订)》对主板、中小企业板上市公司(以下简称“上市公司”或“公司”)规定的主要退市标准如下:①最近年度连续亏损;②未在法定期限内披露年度报告或中期报告;③未改正财务会计报告中的重大差错或虚假记载;④股权分布不符合上市条件;⑤股本总额发生变化不再具备上市条件;⑥法院宣告公司破产;⑦公司解散。

2006年11月29日,深交所发布的《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》规定了专门适用于中小企业板上市公司的几项退市标准:①净资产为负值;②审计报告为否定意见或无法表示意见;③对外担保余额超过1亿元且占净资产的100%以上;④关联方违法违规占用资金余额超过2000万元或占净资产的50%以上;⑤连续受到交易所公开谴责;⑥连续20个交易日每日收盘价均低于面值;⑦连续120个交易日内累计成交量低于300万股。

本次修订对主板、中小企业板退市标准进行改进整合,完善主板、中小企业板退市标准体系。新增及变更的退市标准如下:

①净资产为负值。

上市公司最近一个会计年度期末净资产为负值,或因前期差错追溯重述导致公司最近一个会计年度期末净资产为负值的,其股票交易将实行退市风险警示;公司股票交易实行退市风险警示后,首个会计年

[28] 深沪两市退市制度改革的方向和思路总体上是一致的,总体框架和主要退市条件基本相同,但在风险警示和退市后续安排方面存在一定差异。在风险警示方面,深市主板、中小企业板通过设置退市风险警示标识*ST的方式进行相关公司的风险警示,而沪市通过设置退市风险警示标识*ST以及风险警示板的方式向投资者警示风险。在退市后续安排方面,深市公司股票终止上市后可以选择全国性的场外交易市场外或者其他符合条件的区域性场外交易市场挂牌转让,而沪市公司股票终止上市后可以选择全国性的场外交易市场外或者其他符合条件的区域性场外交易市场挂牌转让,也可以申请将其股票转入上交所设立的退市公司股份转让系统进行股份转让。两市结合自身情况,在具体制度安排上进行差异化探索,有利于稳妥推进退市制度改革。

度期末净资产继续为负值的,其股票将被暂停上市;公司股票暂停上市后,首个会计年度期末净资产仍为负值的,其股票将被终止上市。

②营业收入低于人民币 1000 万元。

上市公司最近一个会计年度营业收入低于人民币 1000 万元,或因前期差错追溯重述导致公司最近一个会计年度营业收入低于人民币 1000 万元的,其股票交易将实行退市风险警示;公司股票交易实行退市风险警示后,首个会计年度营业收入继续低于人民币 1000 万元的,其股票将被暂停上市;公司股票暂停上市后,首个会计年度营业收入仍低于人民币 1000 万元的,其股票将被终止上市。

③年度审计报告为否定意见或无法表示意见。

上市公司最近一个会计年度财务会计报告被出具否定意见或无法表示意见审计报告的,其股票交易将实行退市风险警示;公司股票交易实行退市风险警示后,首个会计年度财务会计报告继续被出具否定意见或无法表示意见审计报告的,其股票将被暂停上市;公司股票暂停上市后,首个会计年度财务会计报告仍被出具否定意见或无法表示意见审计报告的,其股票将被终止上市。

④暂停上市后未在法定期限内披露年度报告。

上市公司因连续亏损、净资产为负值、营业收入低于人民币 1000 万元或者因年度审计报告为否定意见或无法表示意见导致其股票被暂停上市的,在其股票暂停上市后未能在法定期限内披露首个年度报告的,其股票将被终止上市。

⑤股票累计成交量过低。

仅发行 A 股的主板上市公司连续 120 个交易日(不含停牌交易日)通过深交所交易系统实现的股票累计成交量低于 500 万股的,其 A 股股票将直接终止上市;仅发行 B 股的主板上市公司连续 120 个交易日(不含停牌交易日)通过深交所交易系统实现的股票累计成交量低于 100 万股的,其 B 股股票将直接终止上市;既发行 A 股又发行 B 股的主板上市公司连续 120 个交易日(不含停牌交易日)同时通过深交所交易系统实现的 A 股股票累计成交量低于 500 万股、B 股股票累计成交量低于 100 万股的,其 A 股、B 股股票将直接终止上市。

中小企业板上市公司出现连续 120 个交易日(不含停牌交易日)

通过深交所交易系统实现的股票累计成交量低于 300 万股的,其股票将直接终止上市。

⑥股票成交价格连续低于面值。

仅发行 A 股的上市公司连续 20 个交易日(不含停牌交易日)每日 A 股股票收盘价均低于每股面值的,其 A 股股票将直接终止上市;仅发行 B 股的上市公司连续 20 个交易日(不含停牌交易日)每日 B 股股票收盘价均低于每股面值的,其 B 股股票将直接终止上市;既发行 A 股又发行 B 股的上市公司连续 20 个交易日(不含停牌交易日)同时出现每日 A 股、B 股股票收盘价均低于每股面值的,其 A 股、B 股股票将直接终止上市。

在股票成交价格低于面值退市指标于 2012 年 7 月 7 日正式执行后,闽灿坤 B(200512)差一点成为因为触及这一指标而退市。

1993 年,厦门灿坤在深圳 B 股挂牌。成为大陆首个台商独资上市公司,实际控制人为我国台湾商人吴灿坤。在小家电领域,闽灿坤 B 在不少方面做到了全球第一,如煎烤机、挂烫机,此外其咖啡机、面包机等小家电也畅销海内外。

闽灿坤 B 自从 2002 年之后就再也没有出现过现金分红,而送股和转增股本一直持续到 2005 年。上市后闽灿坤 B 股价最高时曾超过 12 港元,但其坚持送股的分配方法使得股价受到较大冲击。从股本扩张的角度看,1993 年上市时,闽灿坤 B 总股本为 1.48 亿股,而 2005 年时为 11.12 亿股,股本规模扩大了 6.5 倍。

2012 年 7 月 9 日至 8 月 1 日,闽灿坤 B 股票收盘价连续 18 个交易日均低于每股面值 1 元人民币。自 7 月 23 日因此发布首次风险提示公告后,迄今已发布 9 次风险提示,公司股价则连续 7 个交易日一字跌停。

根据深交所相关规定,仅发行 B 股股票的上市公司,连续二十个交易日(不含公司股票全天停牌的交易日)的每日股票收盘价均低于股票面值,交易所有权决定终止其股票上市交易。

这意味着,如果该股 8 月 2 日和 3 日的收盘价继续低于面值,那么该公司股票将可能被终止上市。

就在市场热议闽灿坤 B 将成为退市新政下“B 股退市第一股”时,^[29] 8 月 1 日晚间,闽灿坤 B 在发布股票交易异常波动公告的同时,闽灿坤 B 又表示,公司拟筹划重大事项,因相关事项尚存在不确定性,为维护广大投资者利益,避免引起股票价格异常波动,公司股票自 8 月 2 日起停牌,待刊登相关公告后复牌。

2012 年 8 月 25 日,公司披露了缩股方案;9 月 13 日,公司股东大会通过了该方案;9 月 18 日,厦门市投资促进局已初步同意公司的拟缩股减资方案。11 月 8 日,公司取得《厦门市投资促进局关于同意厦门灿坤实业股份有限公司减资的批复》。公司将按 6:1 的比例对现有总股本进行缩股,总股本由 11.12 亿股减至 1.85 亿股,每股面值 1 元人民币,注册资本相应减至 1.85 亿元人民币。减资后,B 股流通股 8419.58 万股,余额部分由境外公司或个人认购 1.01 亿股。

2012 年 12 月 27 日,闽灿坤 B 披露了《关于公司实施缩股方案的公告》,将以现有总股本 1,112,350,077 股为基数,全体股东按每 6 股缩减为 1 股的方式实施,相当于每股折算为 0.166666668 股。缩股方案实施的股权登记日为 2012 年 12 月 28 日,实施缩股方案后的首个交易日为 2012 年 12 月 31 日,公司股票将于当天同时复牌。

按照公司提供的复牌开盘参考价计算公式:“开盘参考价=(实施前一交易日收盘价×缩股方案实施前股份总数)/缩股方案实施后股份总数”计算。由于闽灿坤 B 在 8 月 1 日(停牌前一日)收于 0.45 港元,公司总股本由 11.12 亿股缩减至 1.854 亿股,可以估算开盘参考价在 2.7 港元左右。而当日的涨跌幅限制价格为开盘参考价的上下 10%。

缩股方案实施完毕后,公司的总股本由 1,112,350,077 股减少到 185,391,680 股,均为无限售流通股。即全体股东所持股份由每 6 股减少为 1 股。在账务处理上,公司将本次缩股涉及的原始股本减少部分以及资本公积转增股本减少部分两项合计计入资本公积 1.48 亿元。

[29] 2001 年退市制度正式实施以来,B 股公司与 A 股公司一直执行相同的退市条件,沪深交易所至今共有 6 家 B 股公司由于三年连续亏损导致退市。2009 年最后一家退市公司深本实 B 就是一家纯 B 股公司。

对于本次缩股涉及的盈余公积及未分配利润送股减少部分,共计 7.79 亿元,计入盈余公积。由于截至 2011 年 12 月 31 日,公司累积亏损为 7.75 亿元。在实施缩股后,公司盈余公积中用于弥补累积亏损 7.75 亿元后,最终的剩余盈余公积为 434 万元。

随着缩股和以盈余公积弥补累计亏损的实施,闽灿坤 B 得以保住了上市地位,避免了退市。

针对闽灿坤此次缩股方案,深交所有关负责人表示,B 股市场长期不活跃,而纯 B 股公司缺乏融资功能,扩张股本只能通过送红股或转增等方式,股价比较低迷有客观原因。由于纯 B 股公司的特殊性,通过缩股方式保留上市地位的做法局限于纯 B 股公司。对纯 B 股公司因股价持续跌破面值面临退市的,除缩股方式外,深交所还鼓励公司通过大股东增持、公司回购等方式维持上市地位。另外,对选择主动退市的公司,会充分考虑历史因素并尊重公司的意愿,符合条件后安排其重新上市。^[30]

⑦连续受到交易所公开谴责(不适用于主板上市公司)。

中小企业板沿用“连续受到交易所公开谴责”的退市标准,但调整为“上市公司最近 36 个月内累计受到深交所三次公开谴责的,其股票直接终止上市”,该项退市标准不适用于主板上市公司。

(2)改进恢复上市程序,明确恢复上市条件。

①针对上市公司暂停上市后长期“停而不退”的现象,完善公司申请恢复上市的程序如下:

深交所将在受理公司恢复上市申请后的 30 个交易日内,作出是否核准其股票恢复上市申请的决定。公司应深交所要求提供补充材料的,须在累计不超过 30 个交易日的期限内提供有关材料。公司补充材

[30] 此外,继闽灿坤 B 通过缩股“起死回生”后,2013 年 9 月 13 日,*ST 建摩 B (200054)实施 1:4 缩股方案并正式复牌。复牌首日,*ST 建摩 B 参考价为每股 5.12 港元,公司股票交易实行价格涨跌幅限制,涨跌幅限制为开盘参考价的上下 5%。至此,*ST 建摩 B 退市危机得到暂时缓解。资料显示,去年 8 月 1 日,在经历连续 5 个跌停之后,*ST 建摩 B 开始停牌策划重大事项,停牌前一交易日股价收盘于 1.28 元,已逼近面值。为规避退市风险,公司 9 月 10 日发布公告称,公司董事会审议通过了缩股方案,即以现有总股本 4.775 亿股为基数,全体股东按每 4 股缩为 1 股的方式缩股。

料期间不计入深交所作出有关决定的期限内。

②为遏制上市公司暂停上市后通过各种方式规避终止上市,完善公司申请恢复上市的条件如下:

因连续亏损、净资产为负值、营业收入低于人民币 1000 万元、年度审计报告为否定意见或无法表示意见等情形其股票被暂停上市的公司,在其股票暂停上市期间申请恢复上市的,至少应当符合以下条件:

- A. 最近一个会计年度净利润及扣除非经常性损益后的净利润均为正值;
- B. 最近一个会计年度期末净资产为正值;
- C. 最近一个会计年度营业收入不低于人民币 1000 万元;
- D. 最近一个会计年度的财务会计报告未被出具保留意见、否定意见或无法表示意见的审计报告;
- E. 具备持续经营能力;
- F. 具备完善的公司治理结构和内部控制制度且运作规范,财务会计报告无虚假记载;
- G. 不存在深交所《股票上市规则》规定的其他暂停上市情形;
- H. 深交所认为需要具备的其他条件。

(3)加强退市风险的信息披露。

上市公司触及股票累计成交量过低、股票成交价格连续低于面值、连续受到交易所公开谴责等退市标准的,不再经过退市风险警示环节,股票将被直接终止上市。为保护投资者利益,充分揭示退市风险,要求上市公司在知悉即将触及上述退市标准时,及时、充分披露其股票可能被终止上市的风险提示公告。

此外,通过提高披露频率、完善披露内容及加强披露管理等方式强化退市风险警示机制,向投资者充分揭示退市风险。为了充分揭示退市风险,本次退市制度针对退市信息披露,按时间顺序作了四方面的规定:第一,进入退市整理期交易前公告;第二,退市整理期交易第一天公告;第三,退市整理期前 25 个交易日与最后 5 个交易日公告;第四,特别风险提示。

(4)实施“退市整理期”制度。

为给投资者在公司退市前提供必要的交易机会,以利于投资者有

更多的机会处理手中股票,在深交所作出公司股票终止上市的决定后,给予公司股票30个交易日的“退市整理期”,在“退市整理板”进行交易。30个交易日期满后,公司股票将终止上市。退市整理期的设置,充分借鉴了国际成熟市场保护退市公司相关投资者合法权益的经验和创业板退市制度的做法,通过另板交易的方式,充分揭示和释放相关退市风险。

(5) 做好退市后续安排,维护投资者利益。

深交所上市公司股票终止上市后,转入全国性的场外交易市场或符合条件的区域性场外交易市场挂牌转让。

(6) 引入重新上市制度。

重新上市制度是疏通退市渠道的重要途径,有助于退市工作的市场化、正常化、常态化。本次退市制度改革引入了重新上市机制,在规则修订中进一步明确退市公司通过改善经营、资产重组等方式,消除终止上市情形且达到重新上市条件的,可以向证券交易所申请重新上市,由证券交易所作出是否重新上市的决定。同时,为充分保护投资者的利益,引导市场理性投资、明确预期,本所借鉴借壳上市条件,综合考虑公司的财务状况、持续经营能力、公司治理、内控规范方面因素,明确了严格的重新上市条件。^[31]

为保证退市制度改革的顺利实施,经过反复研究,2012年12月16日,深交所正式发布实施《深圳证券交易所退市公司重新上市实施办

[31] 《深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)》14.4.1规定:“上市公司在其股票终止上市后,达到本所规定的重新上市条件的,可以向本所申请重新上市。重新上市的申请由本所上市委员会审核。申请重新上市的公司,应当同时符合以下条件:(一)公司股本总额不少于五千万; (二)社会公众持有的股份占公司股份总数的比例为25%以上;公司股本总额超过四亿元的,社会公众持有的股份占公司股份总数的比例为10%以上; (三)公司最近三年无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载; (四)公司最近两个会计年度的财务会计报告被出具标准审计报告; (五)公司最近两个会计年度经审计的净利润均为正值且累计超过二千万(净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据); (六)公司最近一个会计年度经审计的期末净资产为正值; (七)公司具备持续经营能力; (八)具备健全的公司治理结构和内部控制制度且运作规范; (九)公司在申请重新上市前进行重大资产重组且实际控制人发生变更的,须符合中国证监会规定的借壳上市条件(如适用); (十)本所要求的其他条件。”

法》(以下简称“重新上市实施办法”)和《深圳证券交易所退市整理期业务特别规定》(以下简称“退市整理期特别规定”)。

重新上市制度和退市整理期制度是本次退市制度改革的重要组成部分。本次出台的重新上市制度适用深交所主板和中小企业板,退市整理期制度适用于深交所主板、中小板和创业板。

《深圳证券交易所退市公司重新上市实施办法》对以下事项进行了明确:一是明确《办法》适用所有退市公司,包括“老三板”公司。二是为防止恶意炒作,在审核重新上市申请时,增加了对公司在退市整理期及退市后公司是否因涉嫌内幕交易、市场操纵等被中国证监会立案调查或司法机关立案侦查予以关注的内容。

鉴于退市整理期公司不得筹划、实施重大资产重组,《深圳证券交易所退市整理期业务特别规定》规定,2012年7月7日之前已暂停上市的公司,参照执行《退市整理期规定》。其中,处于重大资产重组筹划阶段或者进程中的已暂停上市公司在《退市整理期规定》施行后应当及时召开股东大会,对“终止重大资产重组等重大事项且股票进入退市整理期交易”议案或者“继续推进重大资产重组等重大事项且股票不进入退市整理期交易”议案进行审议,并在该次股东大会通知的“特别提示”中对该项议案通过或者被否决后股票是否进入退市整理期交易的结果作出明确提示。因特殊原因未能及时召开股东大会的公司,应当最迟在本所作出终止上市决定后的20个交易日内完成上述股东大会审议程序并对外披露。

退市机制是证券市场的基础性制度。本次退市制度改革在调整原有制度退市标准和程序的基础上,引入退市整理制度和重新上市制度,有助于退市工作的市场化、正常化、常态化。^[32]

(7) 设立过渡期,确保新旧制度平稳衔接。

为确保新旧制度顺利衔接,深交所于2012年7月7日发布的《关于发布〈深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)〉的通知》中对

[32] 例如,已经退市公司*ST炎黄、*ST创智公司如果通过改善经营、资产重组等方式,消除了终止上市情形并且达到了深交所规定的重新上市的条件,根据深交所《退市公司重新上市实施办法》的有关规定,在股票终止上市后进入场外交易市场一个完整的会计年度或者18个月后可以向交易所申请重新上市。

过渡期作了明确规定:

①新《上市规则》发布前,已暂停上市的公司其恢复上市和终止上市等事项适用原《上市规则》及相关规定,并按下述情形处理:对于2012年1月1日之前已暂停上市的公司,深交所将在2012年12月31日之前作出是否核准其股票恢复上市的决定;对于2012年1月1日之后暂停上市的公司,深交所将在受理公司股票恢复上市申请后的30个交易日内作出是否核准其股票恢复上市的决定。深交所要求公司提供补充材料的,公司应当在累计不超过30个交易日的期限内提供有关材料。

②新《上市规则》发布后,在判断上市公司是否触及净资产为负值、营业收入低于人民币1000万元和年度审计报告为无法表示意见或否定意见等退市标准时,不追溯计算以前年度数据,以公司2012年的年报数据为最近一个会计年度的年报数据,以2012年、2013年的年报数据为最近两个会计年度的年报数据,最近三个会计年度及最近四个会计年度的年报数据依此类推。

③新《上市规则》发布后,上市公司有关股票累计成交量过低、股票成交价格连续低于面值等退市标准,自新《上市规则》实施之日起执行。

④原《上市规则》已有且新《上市规则》继续沿用的退市标准,不适用新老划断原则,在执行时应当连续计算相关期限。

⑤上市公司因净资产为负值、年度审计报告为无法表示意见或否定意见等情形其股票交易被实行其他特别处理的,在公司2012年年报披露前,其股票交易仍按原《上市规则》的规定予以其他特别处理(新《上市规则》称为“其他风险警示”)。

3. 相关退市案例

如上所述,根据深交所、上交所分别于2012年7月7日发布的《关于发布〈深圳证券交易所股票上市规则(2012年修订)〉的通知》、《关于发布〈上海证券交易所股票上市规则(2012年修订)〉的通知》有关“新老划断”的规定,新《上市规则》发布前,已暂停上市的公司其恢复上市和终止上市等事项适用原《上市规则》及相关规定,对于2012年1月1日之前已暂停上市的公司,深交所将在2012年12月31日之前作

出是否核准其股票恢复上市的决定。新《上市规则》发布后,暂停上市的公司其恢复上市和终止上市等事项适用新《上市规则》及相关规定。

深沪证券交易所在2012年12月31日之前分别召开了上市委员会,严格依据《股票上市规则(2008年修订)》的相关规定,遵循上市委员会的审议规则和程序,对新规则发布前已经暂停上市的18家公司的恢复上市申请进行了认真的审议,16家公司的恢复上市申请获得通过,*ST炎黄、*ST创智的恢复上市申请则被否决。两个交易所根据上市委员会的审核意见,对上述18家公司作出了相应的核准或者不予核准其股票恢复上市的决定。

2012年7月至目前,深沪两市一共有3家公司被强制退市,其中*ST炎黄、*ST创智属于“新老划断”中适用原《上市规则》退市的案例,*ST长油则属于“新老划断”中适用新《上市规则》退市的第一起案例,也是第一起央企被强制退市案例。

(1) *ST创智退市案例

*ST创智(000787)是1993年3月经湖南省人民政府湘体改(1993)70号文件批准由主要发起人长沙五一文化用品商场与长沙市工矿综合商业公司、长沙市调料食品公司、中国工商银行长沙市信托投资公司和中国农业银行湖南省信托投资公司通过定向募集方式成立的股份制公司。公司原名湖南五一文实业股份有限公司,1999年10月经湖南省工商行政管理局批准公司更名为湖南创智信息科技股份有限公司,2001年3月经国家工商行政管理局批准和深圳市工商行政管理局核准,公司更名为创智信息科技股份有限公司。

因2004年、2005年、2006年连续三年亏损,*ST创智股票自2007年5月24日起暂停上市。公司2007年度实现归属于母公司所有者的净利润4322.08万元,2008年5月8日公司向深交所提交了股票恢复上市申请及相关材料,依据《深圳证券交易所股票上市规则(2008年修订)》等有关法律、法规、规则的规定,2008年5月12日,深交所发函通知公司正式受理其股票恢复上市的申请并要求公司提交恢复上市补充材料。暂停上市期间,公司在法定期间披露了2007年度报告,并于2012年5月29日法院裁定破产重整执行完毕。暂停上市期间公司进行了两次重大资产重组,两次重组均未能通过公司临时股东大会。截至

目前,公司没有形成重大资产重组方案及其他可能改善公司持续经营能力的相关方案。

①实施了破产重整

2010年8月12日,深圳市中级人民法院(以下简称“深圳中院”)裁定受理创智科技重整。2010年8月23日,深圳中院裁定创智科技进行重整。2011年5月24日,公司重整计划草案获得出资人组会议表决组通过。2011年5月27日,深圳中院裁定批准《重整计划》及终止公司重整程序。截至2012年5月25日,创智科技出资人让渡的创智科技股票已全部划转至重整专用账户。2012年5月29日,深圳中院裁定确认创智科技重整计划执行完毕,并终结公司破产程序。

②进行了两次重大资产重组

A. 第一次重大资产重组。2011年12月31日,公司公告重大资产重组方案,主要内容为大地集团向上市公司注入土地一级开发整理相关资产。但是,经2012年1月16日公司临时股东大会审议,相关重组议案未获通过。

B. 第二次重大资产重组。2012年8月29日,公司公告了第二次重大资产重组方案,主要内容仍为大地集团向上市公司注入土地一级开发整理相关资产。2012年9月13日公司临时股东大会对上述重组方案进行审议表决,本次重组议案未获通过。

2012年10月17日,公司发布公告称,因合计持有公司10%以上股份的股东的请求及董事会审议决定,公司拟于2012年11月1日召开2012年第三次临时股东大会,对9月13日被否决的相关重组议案进行再次表决。

2012年10月29日,媒体及投资者质疑公司重大资产重组置入资产国地置业评估所依据的39%固定回报率不符合2011年9月成都市政府成府发(2011)第26号《成都市人民政府批转市国土局等部门关于进一步规范引进社会资金进行一级土地整理意见的通知》。2012年11月1日,公司刊登公告表示,尽管国地公司实施土地整理业务的合同合法有效,公司还需就26号文对国地置业所经营业务的影响事宜进行进一步核实。为此,公司发布了取消2012年第3次临时股东大会的通知。

2012年11月7日,董事会发布公告:考虑到中小投资者对本次重组方案存在较大分歧,决定与四川大地实业集团有限公司、成都泰维投资管理有限公司解除《发行股份购买资产协议》、《发行股份购买资产之盈利预测补偿协议》、《协议书》等重大资产重组相关文件。公司于2012年11月5日收到四川大地函告,同意解除上述协议,决定终止本次重大资产重组工作。根据上述相关公告,公司本次重大资产重组已经终止。

2012年12月24日,深交所上市委员会对*ST创智提出的恢复上市申请进行了审议。会议就公司持续经营能力问题、无主营业务问题、中介机构的意见等进行了充分讨论。会议认为,截至上市委会议召开之日,*ST创智没有主营业务,尚未恢复持续经营能力,公司虽已完成破产重整,但公司2012年两次股东大会均未表决通过重大资产重组方案,且公司目前没有明确的重组方,无法在2012年12月31日完成重大资产重组工作。公司保荐机构中信证券及律师事务所北京市金杜律师事务所所在恢复上市保荐书及法律意见中明确表示:公司尚未恢复持续经营能力,尚不能完全符合股票恢复上市条件。根据国家现有法规和深交所《上市规则》的规定,*ST创智不符合股票恢复上市的相关规定。经委员记名投票表决,会议以0票同意、7票反对,未通过*ST创智股票恢复上市的决议。

2012年12月31日,深交所作出《关于创智信息科技股份有限公司股票终止上市的决定》。该决定指出,“经本所第七届上市委员会第十二次会议审议,根据《深圳证券交易所股票上市规则(2008年修订)》第十四章的相关规定,本所决定你公司股票终止上市。请你公司按照相关规定,做好股票终止上市以及后续工作”。

2013年2月7日,*ST创智刊登股票终止上市公告,公司股票于2月8日摘牌,公司已与中信证券签署了《推荐恢复上市、委托代办股份转让协议书》。公司原流通股份于股票摘牌后45个工作日内进入全国中小企业股份转让系统交易。

(2) *ST炎黄退市案例

*ST炎黄(000805)原名常州金狮股份有限公司,于1998年5月29日在深圳证券交易所挂牌交易。2000年10月30日,公司名称由

“常州金狮股份有限公司”变更为“江苏炎黄在线股份有限公司”，公司股票简称变更为“炎黄在线”。2002年11月16日，公司名称变更为“江苏炎黄在线物流股份有限公司”，公司股票简称变更为“炎黄物流”。

上市后，公司控股股东发生一系列变更。2007年3月，北京中企华盛投资有限公司成为公司第一大股东。

2009年2月20日，江苏炎黄在线物流股份有限公司完成股权分置改革，股权分置改革实施后，股票简称“*ST炎黄”，股票代码为“000805”。

因2003年、2004年、2005年连续三年亏损，根据中国证监会和深交所相关规定，深交所于2006年5月9日作出《关于江苏炎黄在线物流股份有限公司股票暂停上市的决定》（深证上〔2006〕43号）的决定，*ST炎黄自2006年5月15日起暂停上市。

*ST炎黄在规定期限内刊登了2006年年度报告，实现利润73.42万元，公司向深交所提出了股票恢复上市申请，深交所于2007年5月18日受理了该公司的恢复上市申请和材料。

2009年3月25日，公司因2006年业绩虚假事项被中国证监会江苏监管局立案调查。

2011年8月8日，中国证监会下发了《行政处罚事先告知书》，认定炎黄公司2006年年报中存在以下三项违法事实：其一，未按规定披露关联关系及关联交易；其二，虚构物流代理业务70万元；其三，虚构债权转让业务，虚构营业外收入为179.84万元；上述两项虚增使公司2006年由亏损变为盈利。

2012年12月3日，中国证监会作出《行政处罚决定书》（〔2012〕48号），认定*ST炎黄2006年度存在未按规定披露关联关系及关联交易、虚增物流代理收入、虚增债权转让收入等违法行为，*ST炎黄2006年年度报告通过虚增物流代理收入和债权转让收入，共虚增利润2,498,458.48元，*ST炎黄2006年年度报告披露的主营业务收入为2,525,441.59元，利润为657,844.79元，上述两项虚增利润使*ST炎黄2006年由亏损变为盈利。

2012年12月15日，*ST炎黄公告了上述《行政处罚决定书》，

* ST炎黄虚增利润使 2006 年由亏损变为盈利。

2012 年 12 月 14 日,* ST 炎黄提交恢复上市申请时的保荐机构招商证券股份有限公司(以下简称招商证券)针对其于 2007 年 5 月 18 日提交的《招商证券股份有限公司关于江苏炎黄在线物流股份有限公司恢复上市的保荐书》,出具了《招商证券股份有限公司关于江苏炎黄在线物流股份有限公司恢复上市保荐书的补充说明》,认为 * ST 炎黄 2006 年净利润实际为亏损,不符合申请恢复上市的条件。

2012 年 12 月 3 日,* ST 炎黄股东大会审议通过聘请新的保荐机构中国银河证券股份有限公司(以下简称银河证券)。2012 年 12 月 14 日,银河证券出具《银河证券参与炎黄物流重大资产重组及恢复上市情况的说明》,认为:银河证券与炎黄物流尚未签订与恢复上市相关的协议。因此,银河证券不能就炎黄物流恢复上市问题发表意见。

2012 年 12 月 24 日,深交所上市委员会对 * ST 炎黄提出的恢复上市申请进行了审议。会议认为,* ST 炎黄在 2012 年 12 月 15 日刊登的有关中国证监会《行政处罚决定书》([2012]48 号)的公告,《行政处罚决定书》认定 * ST 炎黄虚增利润使 2006 年由亏损变为盈利;* ST 炎黄提交恢复上市申请时的保荐机构招商证券认为 * ST 炎黄不符合申请恢复上市条件;* ST 炎黄股东大会审议通过聘请新的保荐机构银河证券因没有与公司签订恢复上市的保荐协议,没有就炎黄物流恢复上市问题发表意见。

因此,根据国家现有法规和深交所《上市规则》的规定,* ST 炎黄不符合股票恢复上市的相关规定。经委员记名投票表决,会议以 0 票同意、7 票反对,未通过 * ST 炎黄股票恢复上市的决议。

2012 年 12 月 31 日,深交所作出《关于江苏炎黄在线物流股份有限公司股票终止上市的决定》,该决定指出,“经本所第七届上市委员会第十二次会议审议,根据《深圳证券交易所股票上市规则(2008 年修订)》第十四章的相关规定,本所决定你公司股票终止上市。请你公司按照相关规定,做好股票终止上市以及后续工作”。

根据深交所《退市整理期特别规定》,对于已处于重大资产重组筹划阶段或重大资产重组申报或实施过程中的退市公司,应遵循公司自治原则,由公司股东大会审议决定,选择其股票进入退市整理期交易并

终止重大资产重组等事项,或者选择不进入退市整理期交易而继续筹划或推进重组进程。该决议须经出席会议股东所持表决权的2/3以上通过,并且公司应向参与股东大会的股东提供网络投票方式。如股东大会审议通过继续推进重大资产重组等重大事项且股票不进入退市整理期交易,深交所将在作出终止上市决定后5个交易日届满的次一交易日起,直接终止公司股票上市,不再安排其退市整理期交易;如股东大会审议未通过该议案,深交所将在作出终止上市决定后5个交易日届满的次一交易日起,安排公司股票进入退市整理期。

2013年1月16日,*ST炎黄公告称,董事会决定终止重组并进入退市整理期交易,并提交股东大会审议。2013年1月31日,*ST炎黄召开股东大会,否决了上述议案。此次共有168名股东参与现场股东会或网络投票,代表股份1984.84万股,占总股本的31.18%。其中同意上述董事会终止重组议案的股东仅占与会股东代表股份总数的8.92%,而反对票比例高达91.02%。可见大部分投票股东依旧希望公司推进重组而不进入退市整理板。

2013年3月25日,*ST炎黄发布正式终止上市公告,公司股票于3月27日摘牌。公司已与中国银河证券股份有限公司[微博]签署了《委托代办股份转让协议书》,公司原流通股份将于股票摘牌后45个工作日内进入全国中小企业股份转让系统交易。

*ST创智、*ST炎黄退市后,赢得了市场一片掌声,社会各界给予了正面的评价和肯定。^[33]在不少人看来,这虽然是退市改革的一小步,但却是资本市场制度完善的一大步。人们期待退市新政的推行,能净化市场环境、抑制绩差股、“壳资源”炒作,实现公司价值的合理回归;能明确市场预期、培育健康理性的投资理念和文化;能提高上市公司的整体质量、提高资本市场优化资源配置的功能。

随着新退市制度的全面实施,退市标准将趋于严格,上市公司退市现象必将越来越常态化。

[33] 2012年12月24日,新华社发表了《坚定不移推进退市制度改革 两家公司终止上市揭开了新制度下沪深股市退市的大幕》的评论文章,文章称“一度因阻力巨大而险些停滞的退市制度改革终于迈出实质性步伐。深圳证券交易所24日宣布,*ST炎黄、*ST创智两家公司终止上市,揭开了新制度下沪深股市退市的大幕”。

(3) * ST 长油退市案例

2014年4月11日,上交所发布关于*ST长油终止上市的决定。*ST长油成为2012年退市制度改革以来上交所第一家被强制退市的上市公司、第一家央企退市公司、第一家进入退市整理期的上市公司股票。

*ST长油2010年、2011年和2012年三年连续亏损,公司股票自2013年5月14日起暂停上市。2014年3月22日,该公司披露的2013年年度报告显示,由于经营亏损、部分船舶计提资产减值和长期租租VLCC计提预计负债的原因,公司最终未能挽回经营颓势,2013年度归属于上市公司股东的净利润为-59.22亿元,2013年末归属于上市公司股东的净资产为-20.97亿元。信永中和会计师事务所对该公司2013年度财务报表出具了无法表示意见的审计报告。

根据上交所《股票上市规则》,公司股票将于终止上市公告日后的5个交易日届满的下一交易日起,进入退市整理期。退市整理期的交易期限为30个交易日。退市整理期间,公司股票将继续交易,但不同于风险警示板其他股票5%涨跌幅的限制,价格的涨跌幅限制为10%。具体情况请投资者关注公司关于将被终止上市的风险提示公告中有关说明。退市整理期届满后,公司股票将于次日终止上市,上海证券交易所对其予以摘牌。

2014年4月21日,*ST长油发布进入退市整理期交易的第一次风险提示公告,称股票进入退市整理期交易的起始日为4月21日,退市整理期为30个交易日。如不考虑全天停牌因素,预计最后交易日期为6月4日。股票在退市整理期内全天停牌的,停牌期间不计入退市整理期,预计的最后交易日期将顺延。股票在退市整理期届满后的次日终止上市,将被摘牌。

自4月21日进入退市整理期以来,*ST长油已连续五天一字跌停。2014年4月25日,*ST长油开盘继续跌停,截至收盘股价持续封

停在 0.96 元,跌破 1 元,成为 A 股首家央企仙股。^[34]

* ST 长油的退市如此受到市场关注,很大原因来源于其央企身份。众所周知的是,A 股市场上市与退市存在严重失衡,这被认为是降低股权交易活力与资源配置效率的原因之一。未来退市制度建设的目标是市场化、法制化和常态化,从这个角度看,本次作为央企的 * ST 长油退市无疑具有标志性意义。

二、完善我国《证券法》有关上市公司退市制度的建议

在境外成熟市场国家和地区,因其拥有成熟的退市制度并能得到有效执行,上市公司退市是一种相当普遍和正常的市场行为。以美国为例,1995 年至 2012 年,纽交所共有 3000 家左右公司退市,纳斯达克共有 8000 家左右公司退市。从市值上看,2005 年至 2012 年,纽交所退市公司市值高达 3.1 万亿元,而新上市公司市值仅有 1.3 万亿元,退市市值是新上市公司市值的 2.5 倍。相比美国,1996 年以来,香港主板退市公司 158 家,新上市公司 921 家,退市公司相当于新上市公司的 20%。其中,1999 年,即亚洲金融危机爆发的第二年,退市公司数量相当于新上市公司的一半,这是近二十年来,退市公司占比最大的一年。

然而,反观我国,自 2001 年 4 月 PT 水仙被终止上市起,深沪两市迄今只有区区 80 多家上市公司退市,因为连续亏损等原因而被强制退市的仅有 54 家,其中深交所 28 家,上交所 26 家。虽然通过二十多年的探索变革,尤其是 2012 年的退市制度改进,我国已经基本建立由财务类、交易类和规范类三类指标构成的强制退市指标体系,^[35]但上述

[34] 所谓“仙股”,就是低于 1 元/股的股票,在香港被称作“仙股”,“仙”的音译是香港人对英语“cent”(分)的译音,此股票只能以分作为计价单位。资料显示,A 股市场上首次出现“仙股”,是 2004 年 12 月 30 日 * ST 达曼以 0.96 元跌停价宣告成“仙”。到 2005 年 3 月 23 日,ST 龙科、ST 数码、ST 中川、ST 英教、ST 猴王、ST 吉纸等股价纷纷跌破 1 元,“仙股”盛极一时,随后便极少再出现“仙股”情况。

[35] 其中,财务类包括净利润、净资产、营业收入、审计意见类型等;交易类包括股本总额、股权分布、股票成交量和股票市值等;规范类包括是否在规定期限内依法如实披露等。

退市窘境凸显了我国退市法律制度亟待进一步完善,退市制度的执行亟待进一步强化。

上市公司是资本市场的基石,而健全完善上市公司退出机制,是规范发展资本市场的重大举措,是保证上市公司总体质量的必要途径,也是资本市场发挥优胜劣汰功能的必然结果,对夯实资本市场健康、稳定发展的基础具有重要意义。因此,我们建议按照“市场化、法制化和常态化”的基本原则,推进《证券法》有关退市制度规定的修改完善。

(一)完善我国上市公司退市法律制度的立法路径选择

1. 境外成熟市场国家和地区关于上市公司退市法律制度的立法路径

在境外成熟市场国家和地区,其退市法律制度的构建基本遵循以下立法路径:证券法作出授权交易所制定退市规则的规定→证券交易所在其上市规则等业务规则中规定具体的暂停上市、恢复上市和终止上市的条件和程序等。

美国在1934年以前有关上市公司退市的规定只是散见于公司法、破产法和交易所的规则中,没有形成系统的制度。1934年《证券交易法》没有规定退市的具体制度,但明确规定授权交易所制定退市具体规则。^[36]基于此,纽约证券交易所、纳斯达克证券交易所等各大交易所根据上述授权在其上市规则等业务规则中制定了较为详细的操作性很强的退市规则,^[37]从此,美国的退市法律制度得以正式确立。

我国香港地区有关退市法律制度的立法路径与美国如出一辙。香港《证券及期货条例》并为规定上市公司退市的具体条件和程序,而是通过《证券及期货条例》第23条第2款的规定,授权香港交易所可就其市场上市的证券“取消上市及撤回上市以及该等证券暂停交易及恢复

[36] 例如,美国《1934年证券交易法》第12(d)条规定:“根据交易所规则及经发行人或者交易所向证券交易委员会申请,在全国性证券交易所注册的证券可以按照证券交易委员会认为就保护投资者确属必要的条款撤回或者取消上市和注册;撤销或者取消后,发行人就被撤回或者取消的证券应当免于继续遵守本条和本法第13条及其项下任何规则或者条例的相关规定。非证券,只能根据证券交易委员会为维护公共利益或者保护投资者制定的必要或者适当的规则和条例注册”。

[37] 纽约证券交易所(NYSE)《上市公司手册》(the Listed Company Manual)第8部分具体规定了上市公司暂停与终止上市的条件与程序。

交易”订立规章。^[38] 香港交易所根据上述授权,在其主板和创业板《上市规则》中分别规定了详细的退市条件和退市程序。

2. 我国关于上市公司退市的现行法律规则体系及立法路径选择

(1) 我国关于上市公司退市的现行法律规则体系

2006年1月1日,修订后的新《证券法》和《公司法》正式实施。新《证券法》和《公司法》在退市制度方面又有了一定的改进,新《证券法》将原《公司法》中有关退市的规定进行了平移并做了一定的完善,原《公司法》则删除了有关退市的规定。一改1994年《公司法》与1999年《证券法》相互“越位”现象,退市规定平移后,使法律在调整有关退市方面的规范更为清晰明确。

新《证券法》第55条、第56条分别规定了股票暂停上市和终止上市的具体条件,第60条、第61条则分别规定了公司债券暂停上市和终止上市的具体条件。

应该说,新《证券法》、《公司法》的颁布实施标志着我国上市公司退市制度迈向一个新台阶,其中一个很重要的体现就是将暂停、恢复、终止上市的权限从法律上直接赋予证券交易所。这样的做法和国际成熟证券市场上的做法一致,更符合实际情况,更易操作。因此赋予证券交易所这样的权限可以使其能更贴切地了解证券市场制度设计存在的可操作性,并充分利用其能直接了解上市公司各项情况的优势而对上市公司作出更准确、更迅速的处理决定。从而不但有助于退市制度的日益完善也有利于因势利导的引导证券市场的良胜发展。

鉴于新《证券法》将暂停、恢复、终止上市的权限从法律上直接赋予证券交易所,为了归位尽责,在2012年退市制度改革中,证监会根据《规章制定程序条例》的规定,按照改进和完善上市公司退市制度的工

[38] 香港《证券及期货条例》第23条“认可交易所订立规章”规定:“(2)在不局限第(1)款的一般性的原则下,可经营证券市场的认可交易所可就以下事宜订立规章:(a)证券上市的申请,以及在证券上市前须符合的规定;(b)该交易所与其他人就证券的上市订立协议,以及由该交易所强制执行该等协议;(c)在该交易所经营的认可证券市场上市的证券取消上市及撤回上市,以及该等证券暂停交易及恢复交易;(d)向任何人施加就证券的上市或维持上市而合理施加的义务,规定该人遵守指明的操守标准,或作出或不得作出指明的作为……”

作安排,对有关退市方面的规章和规范性文件进行了全面的清理,并于2012年8月3日发布了《关于废止部分证券期货规章的决定(第十一批)》,决定废止《关于做好特别处理上市公司恢复正常交易有关事宜的通知》(证监公司字[1999]19号)、《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》(证监发[2001]147号)、《关于授权证券交易所对面临退市的上市公司财务报告被出具非标准无保留审计意见进行调查处理的通知》(证监公司字[2002]11号)、《关于执行《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》的补充规定》(证监公司字[2003]6号)、《关于做好股份有限公司终止上市后后续工作的指导意见》(证监公司字[2004]6号)等规章和规范性文件5件。

目前,我国现行有关上市公司退市的法律规则层次比较明确:第一层次为《证券法》的相关规定;第二层次为证券交易所《股票上市规则》等业务规则的具体规定。

(2)我国关于上市公司退市的立法路径选择

如上所述,美国、我国香港地区等成熟市场国家和地区的退市法律规则体系中,证券法只做授权性规定,对退市的具体条件和程序未予涉及。然而,我国《证券法》与之不同的是,除了将暂停、恢复、终止上市的权限从法律上直接赋予证券交易所外,还对暂停上市和终止上市的具体条件作了规定。

我们认为,鉴于2006年《证券法》已明确将暂停上市、终止上市的决定权赋予交易所,且将公司股票、债券在交易所上市看成一种契约行为,相关标准和程序的设置在本质上也应属于交易所履行自律监管职责的自治范畴,法律不宜再对此作出具体规定。主要理由有以下几方面:首先,《证券法》规定暂停上市和终止上市的具体条件,有损退市审核决定权的完整性。其次,《证券法》规定暂停上市和终止上市的具体条件,不利于交易所根据多层次资本市场建设的需要,作出差异化、多元化的安排。再次,《证券法》规定的退市条件过于刚性、原则,实践中交易所难以对法律条文作出正式解释,适用中容易引发争议。最后,规则需要适时地回应市场需求,而法律的修订周期长,在《证券法》中规定退市指标不便于证券交易所根据实际情况和的需要作出调整。

因此,我们建议,完善我国关于上市公司退市法律制度的立法路径

选择应为:《证券法》作出授权交易所制定退市规则的规定→证券交易所在其上市规则等业务规则中规定具体的暂停上市、恢复上市和终止上市的条件和程序等。

(二) 完善我国《证券法》有关上市公司退市制度的建议

借鉴境外成熟市场国家和地区关于上市公司退市的法律制度,我们提出完善我国《证券法》有关上市公司退市制度的建议如下:

1. 删除《证券法》中有关股票、公司债券暂停上市、终止上市具体条件的规定,即删除《证券法》第55条、第56条、第60条和第61条。

2. 在《证券法》中增加一条授权交易所制定退市规则的规定如下:“第××条 股票、公司债券等上市交易证券的暂停上市、终止上市条件由证券交易所另行规定。”

3. 完善《证券法》中有关上市公司退市的配套制度和其他相关配套规章、规则。

国务院于2014年5月8日发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发[2014]17号,以下简称《意见》)第2条第8款规定:“完善退市制度。构建符合我国实际并有利于投资者保护的退市制度,建立健全市场化、多元化退市指标体系并严格执行。支持上市公司根据自身发展战略,在确保公众投资者权益的前提下以吸收合并、股东收购、转板等形式实施主动退市。对欺诈发行的上市公司实行强制退市。明确退市公司重新上市的标准和程序。逐步形成公司进退有序、市场转板顺畅的良性循环机制”。^[39] 因此,建议按照国务院上述《意见》确定的基本原则,进一步完善《证券法》中有关上市公司退市的配套制度和其他相关配套规章、规则。

(1) 建议按照《意见》关于“构建符合我国实际并有利于投资者保护的退市制度”的原则,进一步修改完善《证券法》中有关控股股东、实

[39] 此外,国务院办公厅于2013年12月25日发布的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》(国办发[2013]110号,简称《投资者保护意见》)第六条也规定:“建立上市公司退市风险应对机制。因违法违规而存在退市风险的上市公司,在定期报告中应当对退市风险作专项评估,并提出应对预案。研究建立公开发行公司债券的偿债基金制度。上市公司退市引入保险机制,在有关责任保险中增加退市保险附加条款”。

际控制人民事法律责任条款。增加对因违法违规而退市的上市公司,负有责任的控股股东及实际控制人,应当主动、依法将其持有的公司股权及其他资产用于赔偿中小投资者等相关规定。

(2)建议按照《意见》关于“支持上市公司根据自身发展战略,在确保公众投资者权益的前提下以吸收合并、股东收购、转板等形式实施主动退市”的原则,修改完善《证券法》中上市公司主动退市法律规则,建立“强制收购权”即“强制挤出权”制度。目前我国《证券法》只是规定中小股东在因收购导致的上市公司退市中享有要求收购方以收购要约同等条件购买股票的权利,^[40]没有规定成功完成全面收购的收购方是否可以在满足特定条件下强制收购其他剩余股东所持的股票。因此,建议借鉴境外成熟市场国家和地区的立法经验,^[41]在《证券法》中增

[40] 根据我国《证券法》第97条的规定,“收购期限届满,被收购公司股权分布不符合上市条件的,该上市公司的股票应当由证券交易所依法终止上市交易;其余仍持有被收购公司股票,有权向收购人以收购要约的同等条件出售其股票,收购人应当收购”。《证券法》第50条第3款规定的上市条件为,公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上;公司股本总额超过人民币4亿元的,公开发行股份的比例为10%以上。也即是说,收购方通过公开要约收购上市公司股份,在其持股达到75%或90%以上时,上市公司不再符合上市条件,此时仍持有公司股份的股东就享有退出权。

[41] 例如,美国各州法律规定,如果一方持有超过另一方股权的一定比例(一般是90%),收购方公司的董事会可以通过决议,将目标公司合并至收购方公司。该程序不要求收购方或目标公司的股东会决议,甚至无需目标公司董事会的同意。在上述两种方式下,小股东拥有评估权利,该权利使得不愿意接受特定交易的股东可以通过司法途径确定对价。英国法律规定,收购人在获得超过标的证券总计90%以上的权益后可以强制收购其余少数股东持有的权益,将少数股东挤出。而若是通过协议安排进行的收购,则如果可以得到持有超过75%表决权以上的多数股东的同意,则有关合并或挤出安排将约束目标公司的所有股东。法国法律规定,允许如果要约收购方在获得目标证券95%以上的股份及投票权,其有权行使“强制挤出权”将少数股东挤出。德国《证券收购法》与《股份公司法》规定,如果收购人获得超过目标公司95%表决权的股份,在要约接受期结束的3个月内可以向法院申请要求少数股东强制转让附有表决权的剩余股份,经过法院批准的挤出权不需要股东大会的决议批准。除此之外,于任何时间,持有标的公司全部股本95%以上的股东可以要求股东大会以决议方式要求强制收购少数股东的股份,有关强制收购的对价补偿由法院委任的审计师在公司对这些股份价值自我评估的基础上审查确认。加拿大法《加拿大商业公司法》规定,如果:向90%或90%以上发行在外的股份发出要约(不包括要约收购人持有的股份),收购人通常有权行使收购的法定权利,即挤出未接受要约的股

加一条有关收购人“强制收购权”（“强制挤出权”）的规定。^[42]

(3) 建议按照《意见》关于“对欺诈发行的上市公司实行强制退市。明确退市公司重新上市的标准和程序。逐步形成公司进退有序、市场转板顺畅的良性循环机制”的原则,完善其他退市相关配套规章、规则。一是建议证监会尽快出台有关欺诈发行等重大违法违规行强制退市的具体标准和操作程序的规章,并在本次《证券法》修改完成后纳入深沪证券交易所《股票上市规则》之中。二是建议深沪证券交易所尽快完善退市公司重新上市标准和程序的业务规则,切实形成公司进退有序、市场转板顺畅的良性循环机制。

东,要求其选择接受要约对价或者接受其股份的“公允价值”;以及向不到90%发行在外的股份进行要约收购,可以通过后续公司交易达到平衡(66%的最低收购要约条件将通常足够保证批准公司交易)。收购中法定权利通常可以立刻执行。后续公司交易通常可以在30天至60天内执行。股东通常具有否决权以及就与收购的法定权利和公司交易有关的补偿进行评估的权利。公允价值(如受到质疑时)由法院做出决定。

- [42] 建议增加一条具体规定为:“在收购方以终止被收购公司上市条件为目的的收购中,如果收购方已经持有被收购公司发行在外90%以上的股份,收购方可以在收购期限届满的二个月内要求其余仍持有被收购公司股票以收购要约的条件向其出售股票,持有被收购公司剩余股票的股东应当出售。自收购期限届满之日起二个月内,收购人与其余股东不能达成股权收购协议的,收购人可以自收购要约期限届满之日起九十日内向人民法院提起诉讼”。